

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PLANOS DE OPÇÕES COMO FORMA DE REMUNERAÇÃO
O CASO AMERICANO

Eduardo Ribas Grabowsky
Número de matrícula: 0116579

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Junho de 2005

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Eduardo Ribas Grabowsky

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Dedicatória

A minha família, em especial ao meu irmão Marcelo que tem personalidade brilhante.

A Andrea que me faz acreditar.

Índice

INTRODUÇÃO

REMUNERAÇÃO E SEU PAPEL ESTRATÉGICO.....7

1) EVIDÊNCIAS DO CRESCIMENTO DOS PLANOS DE OPÇÃO

1.1) Popularização dos planos.....13

1.2) Trajetória e composição.....16

2) DIFICULDADES DOS PLANOS DE EQUITY-BASED PAY.....20

2.1) Horizonte de tempo.....20

2.2) Transparência.....21

2.3) Custo de Oportunidade X Benefício Gerado.....22

2.4) Trade-off.....24

2.5) Alinhando Risco e Incentivo.....25

2.6) Planos em excesso.....27

3) IDÉIAS CONTROVERSAS E EXCESSOS NOS PLANOS DE OPÇÕES.....29

3.1) Poder da administração.....29

3.2) Não desembolso de caixa.....31

3.3) Aspecto Contábil.....32

3.4) Conservação do funcionários.....34

3.5) Até que ponto os planos motivam os funcionários.....35

3.6) Uma discussão sobre o efeito para os principais executivos.....37

3.7) Ações X Opções.....38

3.8) Dividendos.....39

3.9) Disparidade entre custo real e benefício gerado.....40

4) A DISPARIDADE ENTRE CUSTO REAL E BENEFICIO GERADO.....41

4.1) O valor das opções para executivos não diversificados e avessos ao risco.....41

4.2) Modelo de Black & Scholes.....43

4.3) Modelo ajustado para funcionários avessos ao risco e não diversificados.....	45
4.4) Resultados e evidências.....	48
5) STOCK OPTIONS E A CRISE DE CREDIBILIDADE CORPORATIVA NOS EUA.....	50
6) CONCLUSÃO.....	58
Bibliografia.....	60

Índice de Tabelas

Tabela 1	15
Tabela 2	18
Tabela 3	24
Tabela 4	26
Tabela 5	49

Índice de figuras

Figura 1	14
Figura 2	17
Figura 3	47

INTRODUÇÃO: REMUNERAÇÃO E SEU PAPEL ESTRATÉGICO

Num mundo em que as novas informações, tecnologia e metodologias de trabalho são rapidamente absorvidas e conhecidas por todo o mercado, a qualidade do capital humano se torna uma forma de vantagem comparativa entre as companhias.

Esta tendência é observada pela crescente presença de temáticas sobre recursos humanos em seminários, palestras e reuniões de conselho do mundo corporativo. Esta tendência resulta numa percepção do capital humano não mais como um custo a ser administrado, mas sim como um ativo a ser apreciado. É difícil hoje em dia encontrarmos uma empresa bem sucedida sem ter uma grande qualidade da gestão de sua mão de obra.

Os sistemas de remuneração são a forma com que as empresas podem gerar expectativas futuras que podem gerar mudanças no comportamento presente. A compreensão da relação entre recompensa e motivação tem exigido um caráter multidisciplinar unindo psicologia, sociologia, antropologia ciência política e economia.

A modernização da gestão das companhias, com a inclusão da idéia de governança corporativa enriqueceu ainda mais o tema da remuneração. A expectativa é que estes sistemas além de motivar os funcionários, possam servir como ferramenta de união de interesses entre acionistas e executivos.

Este trabalho aborda o tema dos planos de opções que nas ultimas décadas surgiu como a solução capaz de resolver quase a totalidade dos problemas tanto da gestão de pessoas quanto de governança corporativa. Aos planos de opções eram atribuídas as características de ser uma recompensa capaz de estimular os funcionários e ainda alinhar os interesses de acionistas e executivos.

Antes de entrarmos no caso mais específico das grandes companhias é preciso entender de forma breve uma visão mais geral sobre a determinação dos salários¹.

A fixação dos salários pode ser feita de várias formas que podem variar em diferentes setores ou entre países. No Japão ou mesmo entre a maioria dos países europeus, é muito comum a prática de acordos coletivos, isto é acordo entre empresas e sindicatos. Porém, nos EUA, os chamados acordos coletivos são muito pouco utilizados, principalmente fora do setor industrial.

¹ Olivier Blanchard Macroeconomia Teoria e Política Econômica

A forma mais comum de se determinar os salários, são os acordos bilaterais entre o empregador e o empregado. Na maioria destes acordos, o nível de negociação cresce à medida que o nível hierárquico cresce. Isto é, recém formados pouco poder têm sobre seus contratos, enquanto que executivos principais das empresas ou mesmo astros esportivos podem negociar muito mais.

Apesar de tantas diferenças entre países, setores e pessoas, podemos encontrar uma teoria geral da determinação dos salários. É possível destacar dois fatos importantes para a determinação desta teoria:

- 1) Trabalhadores recebem um salário maior do que seu salário restrição, que é o salário que o deixa indiferente entre trabalhar ou não. Desta forma é suposto imaginar que as pessoas trabalham porque estão em uma situação melhor do que se estivessem desempregados
- 2) Os salários normalmente dependem das condições do mercado de trabalho.

Diante destes dois fatos podemos concluir que os trabalhadores têm sempre poder de barganha sobre a estipulação dos seus salários, mesmo que estes não sejam definidos sobre forma de acordos coletivos.

Este poder de barganha procede do fato de que para muitas empresas existe um custo e tempo de ter que contratar um novo funcionário que deverá ser treinado e ambientado no emprego. Desta forma o funcionário atual leva vantagem sobre uma possível nova contratação. O nível deste poder de barganha também depende da hierarquia ocupada pelo funcionário. É evidente que um funcionário do McDonald's terá um poder de barganha menor do que um executivo chefe da IBM uma vez que o custo para substituição do primeiro é muito inferior do que o segundo².

Outro fator que altera este poder de barganha dos funcionários é o nível de desemprego da economia. É fácil perceber que em economias com nível de desemprego baixo, o poder de barganha é alto, já se o desemprego é alto o poder de barganha tende a ser menor.

Outra conclusão é que as empresas podem desejar pagar salários maiores do que o salário de restrição. Mesmo sem levar em consideração o poder de barganha dos funcionários. O pagamento de salários acima do salário de restrição é uma ferramenta

² Olivier Blanchard macroeconomia teoria e Política

utilizada por muitas empresas para estimular seus funcionários. Em alguns casos em que a empresa investe muito em treinamento é importante que os empregados se mantenham nos cargos por mais tempo. É, portanto conveniente pagar salários maiores do que os de restrição, pois, caso contrario, os funcionários iriam estar indiferentes entre estar trabalhando ou não, o que traria certos custos deste excesso de rotatividade.

Portanto neste caso o pagamento de um salário acima do salário de restrição torna a permanência atraente para os trabalhadores, o que faz diminuir a taxa de saída e aumentar a produtividade da empresa. Em um caso mais geral, é uma tendência das grandes companhias a preocupação com o bem estar dos seus funcionários. Neste sentido as empresas, procuram que seus funcionários se sintam bem com relação a empresa e com relação ao trabalho para resultar em um trabalho bem feito e uma maior produtividade. Este argumento de um salário acima do salário restrição leva o título de salário de eficiência que leva a uma maior produtividade ou a eficiência.

Nas ultimas duas décadas a forma de remuneração dos executivos das grandes companhias americanas sofreu grandes mudanças. Além de mudanças na forma, observou-se ainda um crescimento do valor real das remunerações.

Em um primeiro momento, é importante destacar que quatro podem ser as formas de remuneração existentes nas grandes companhias. A primeira e mais comum é a remuneração fixa ou básica que procura remunerar a contribuição individual ao longo do tempo. Os salários pagos pelas empresas são em geral dados pelo mercado e estes correspondem a uma recompensa pelo desempenho de funções, habilidades adquiridas e importância estratégica dos funcionários.

Uma segunda forma de remuneração são os chamados prêmios de reconhecimento. Estes, na maioria das vezes, não obedecem a uma ordem pré-estabelecida e correspondem a gratificações diante de um determinado fato.

Os benefícios ou pagamentos indiretos podem ser identificados como uma terceira forma de remuneração, variando de empresa para empresa e de acordo com o setor de atividade das companhias. Apesar de difíceis de quantificar ou calcular, estes benefícios são em alguns casos fatores determinantes na escolha dos funcionários. Em determinados locais, questões como moradia, transporte, plano de saúde, podem ter um peso enorme na escolha dos funcionários.

A quarta forma de remuneração encontrada hoje em dia é a chamada remuneração variável. Trata-se de uma remuneração focada principalmente no resultado e cumprimento de metas de performance estimulando os funcionários a participarem dos resultados e riscos do negócio. Ao mesmo tempo, estes se tornam mais ativos dentro da empresa em que trabalham. Além disso, as remunerações variáveis fazem com que as empresas diluam o componente fixo dos salários permitindo um maior ajustamento de suas folhas de pagamento com os ciclos de bons e maus momentos da economia.

Esta procura por uma maior elasticidade das folhas é uma tendência nas empresas modernas. Devido aos altos custos de encargos sociais, a folha de pagamento é hoje um dos principais itens dos custos fixos das empresas. A busca por formas variáveis tem o objetivo de criar um componente variável que em momentos de crise diminui de tamanho e em tempos de crescimento aumenta, se ajustando a realidade vivida pela empresa.

Estas formas variáveis de remuneração de funcionários podem ser de curto ou de longo prazo. Os programas de curto prazo são em geral associados a resultados do exercício, ao cumprimento de metas ou resultados pré-estabelecidos, e muitas das vezes em participação do lucro. Já os planos de um prazo mais longo são baseados em performance ou no preço de mercado da companhia. Quando baseados em performance, estes planos têm como forma o retorno sobre o patrimônio ou ainda sobre o capital investido. Por sua vez, as formas de remuneração que variam de acordo com o preço de mercado da companhia, conhecidas como “equity-based pay”, envolvem a distribuição de ações ou opções da companhia aos funcionários.

De um modo geral, as formas de remuneração variáveis baseadas na variação do valor de mercado da companhia, ou “equity-based pay”, estão se tornando cada vez mais populares nos últimos anos nos Estados Unidos. E por sua vez, os planos de opção se tornaram a mais popular forma de “equity-based pay” das companhias de capital aberto dos Estados Unidos.

Inicialmente, é fundamental definir os planos de opções para passarmos a uma abordagem mais aprofundada do assunto. “Um plano de opção de compra de ações são regras gerais implementadas por meio de contratos individuais através dos quais a companhia concede o direito a um funcionário de adquirir ações de sua emissão sob

determinadas condições pré-estabelecidas”³. A maioria dos contratos de opções são concedidos com prazo de 10 anos. Os funcionários que participam destes planos passam a ter o direito de comprar ações da empresa em que trabalham a um preço pré-estabelecido (preço de exercício). Portanto, no momento do exercício a diferença entre o preço de exercício e o valor de mercado das ações é o lucro do funcionário. Outra característica é que, em geral, as opções não podem ser exercidas imediatamente e o preço de exercício é normalmente estabelecido com base na média das cotações recentes do mercado, ou seja, os planos são feitos com opções “at the money”. As opções dos funcionários não são negociáveis no mercado e no caso do funcionário deixar a companhia antes do prazo as opções são perdidas.

Do ponto de vista psicológico, acredita-se que uma maior participação dos funcionários tem forte influencia no valor de mercado das empresas no longo prazo. Se este fato ocorrer, o valor das ações estará acima do preço de exercício e os acionistas terão seu patrimônio valorizado, enquanto que os funcionários ganharão o prêmio que é a diferença entre o preço de exercício e o valor de mercado e suas opções estarão “in the money”. Caso no momento do exercício o valor de mercado das ações estiver abaixo do preço de exercício estas não trarão nenhum resultado para os seus detentores. Neste último caso, diz-se que as opções estão “underwater”.

Assim, é correto afirmar que os formatos de remuneração que mais ganharam força nos últimos anos foram formas que variassem de acordo com o preço de mercado das ações, sendo os planos de ações ou de opções os exemplos mais frequentes destes formatos. Estes têm em sua essência o potencial de aumentar a produtividade das empresas, alinhando os interesses dos principais executivos com o interesse dos acionistas.

Este trabalho tem o objetivo de construir para o leitor uma linha de raciocínio sobre a prática dos planos de opções. Veremos a seguir cinco capítulos além da conclusão. No capítulo 1 veremos evidências do crescimento e da dimensão tomada pelos planos. Em seguida, apresentaremos as principais dificuldades da formulação dos planos de “equity-based pay” no capítulo 2. Depois de conhecidas as dificuldades de sua elaboração, o terceiro capítulo será dedicado a algumas idéias controversas e as causas principais dos excessos da prática destes planos. O capítulo 4, mais técnico que os anteriores, apresenta

³ Definição dos planos de opções da Carta Dynamo

modelos e distorções da precificação do valor dos planos. No capítulo 5, veremos como a prática dos planos de opções se relaciona com a crise de credibilidade corporativa nos EUA nos últimos anos. Por último, segue a conclusão do trabalho.

1) EVIDÊNCIAS DO CRESCIMENTO DOS PLANOS DE OPÇÃO

1.1) Popularização dos planos

Como indicado anteriormente, a forma de remuneração dos executivos nas companhias dos Estados Unidos sofreu alterações ao longo das últimas duas décadas. Diversos estudos confirmam ser correto afirmar que os formatos de remuneração que mais ganharam força nos últimos anos foram formas que variassem de acordo com o preço de mercado das ações, sendo os planos de ações ou de opções os exemplos mais frequentes destes formatos. Estes têm em sua essência o potencial de aumentar a produtividade das empresas, alinhando os interesses dos principais executivos com o interesse dos acionistas.

O crescimento desta forma pode ser comprovado num estudo feito por Michael Jensen e Kevin Murphy⁴. Eles estudaram a remuneração dos CEOs (chief executive officer`s) ao longo da década de 1970 e começo da década de 1980. Neste estudo foi comprovado que para uma variação de \$1.000,00 no preço de mercado de uma companhia, a remuneração dos CEOs variava apenas \$3,00. Um estudo feito uma década depois por Brian Hall e Jeff Liebman⁵ comprovou que no final da década de 1990 esta relação do pagamento de performance tinha ficado 10 vezes maior, comprovando a proliferação dos planos de opções.

Para entendermos melhor o surgimento desta nova forma de remuneração é preciso levantar alguns dados do passado. No final de 1984, pouco menos de metade dos executivos das companhias de capital aberto americanas ganhavam qualquer ação ou opção da sua companhia em um ano. Novos formatos de remuneração começaram a surgir a partir de 3 crenças principais são elas; buscar uma maneira de tornar os gerentes um pouco “donos” das empresas em que trabalham, criar uma nova disciplina capaz de deixar os gerentes com mais liberdade e um monitoramento maior por parte dos grandes investidores. A idéia central por trás dos novos formatos de remuneração seria a crença de que as companhias teriam melhor performance quando gerentes, diretores e todos os demais funcionários tivessem um incentivo como donos do negócio do qual fazem parte.

⁴ Brian Hall, “six challenges in designing equity based pay”

⁵ Brian Hall, “six challenges in designing equity based pay”

Figura 1

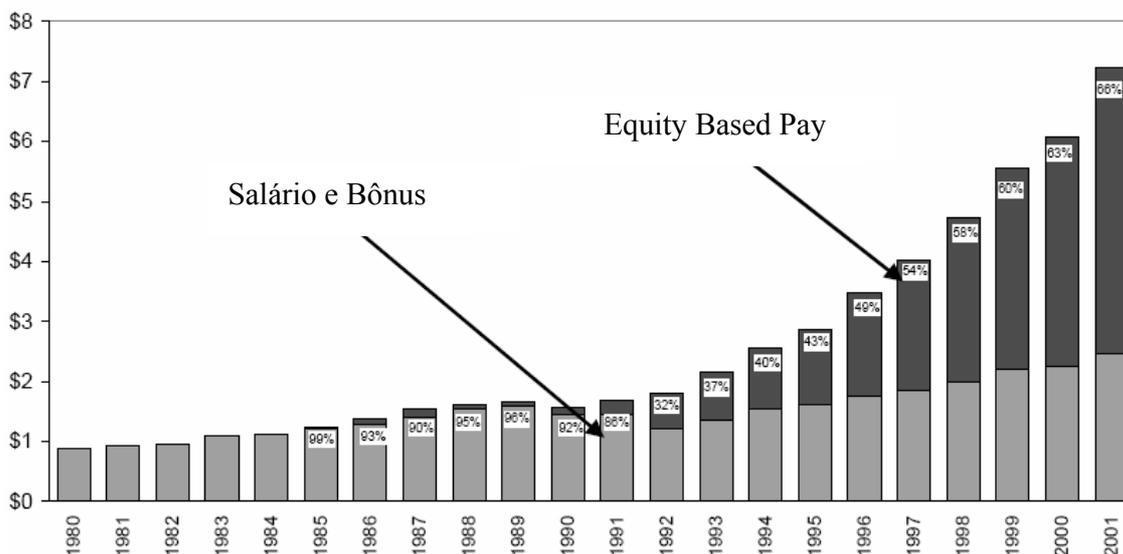


Gráfico que mostra de 1992 até 2000 as companhias industriais do S&P500 e antes de 1992 os dados são das 500 companhias da Forbes.

O gráfico acima mostra o nível e a composição do pagamento dos maiores executivos no período de 1980-2001. Em primeiro lugar é fácil perceber que o nível de pagamento aos executivos cresceu de forma exponencial principalmente na década de 1990. A média dos pagamentos era de 1 milhão de dólares em 1980. No final de 2001 este valor já superava 7 milhões de dólares (valores medidos em dólar de 2001).

Desse modo, este gráfico nos revela um dado interessante: no período estudado, juntamente com o crescimento cada vez maior da parcela das remunerações baseadas nos preços das ações, observou-se também um crescimento acentuado do valor recebido, ou seja, um crescimento do valor real das remunerações.

Ainda de acordo com o gráfico 1, em 2001 a parcela de “equity-based pay” passou a representar dois terços dos pagamentos aos executivos. Quando comparado com os demais trabalhadores o crescimento também é assustador: enquanto o salário dos demais trabalhadores cresceu (em valores ajustados pela inflação) em torno de 15% nos últimos 20 anos o pagamento aos CEOs americanos cresceu perto de 600%.

Outro dado importante pode ser extraído da tabela abaixo, que mostra o crescimento da parcela de “equity-based pay” em diversas regiões do mundo de 1996 a 2001. Ao longo do período analisado, o crescimento da parcela de “equity-based pay” foi um fenômeno mundial não existindo grande diferença entre o crescimento observado nos EUA e nas demais regiões analisadas. A grande diferença é que já em 1996 a parcela de “equity-based pay” nos EUA já representava 32% do valor das remunerações pagas, um número bem mais do que nas demais áreas. Portanto, apesar de apresentar um crescimento semelhante ao do resto do mundo no período em questão os EUA já partiam de uma base muito maior em 1996.

Tabela 1
Comparação internacional na parcela de Equity based pay

Parcela de Equity based pay			
	1996	2001	variação
Europa (9)	6%	18%	12%
Ásia (6)	6%	24%	18%
América latina (4)	0%	21%	21%
Common wealth (3)	8%	20%	12%
EUA	32%	51%	19%
Média Dos 23 Países	6%	22%	16%

Os dados são das companhias com vendas acima de \$500 dolares. São chamados de common wealth : Austrália, Nova Zelândia e Canadá.. O numero entre parênteses é o numero de países contido no grupo. Enquanto que a parcela de equity based pay inclui planos de opções, ações e qualuqe outra forma de remuneração que varie com o preço das ações.

O fato é que a popularidade destes planos foi tamanha que os planos de opções passaram a ser concedidos não só para os principais CEOs da empresa mas também para funcionários de menor grau hierárquico, nem sempre com conseqüências positivas como veremos mais adiante neste trabalho.

Um estudo realizado em 1999 por William M. Mercer ⁶ mostrou que nesta data 40% das grandes companhias americanas distribuía opções de suas ações para pelo menos 50% dos seus funcionários. Quando comparado aos números do começo da década de 1990, o autor percebeu que este número mais que dobrou, evidenciando a popularização dos planos

⁶ Brian Hall, “six challenges in designing equity based pay”

de opção. Em 1992, as companhias do Standart & Poor's 500 concediam em planos de opções um total de 11 bilhões de dólares em opções na data referente. Já em 2000, a quantia havia crescido para o valor de 119 bilhões de dólares (os valores das opções estão em dólar corrente de 2002).

1.2) Trajetória e composição

Conforme demonstrado no trabalho de Brian J. Hall e Kevin Murphy⁷, a Figura abaixo nos mostra a trajetória de crescimento exponencial do valor, ajustado pela inflação, das opções concedidas pela média das firmas do S&P500 no período de 1992 a 2002. Em azul é a parcela referente ao CEO em rosa a parcela dos 5 maiores executivos tirando o CEO, e em cinza a parcela dos demais funcionários participantes dos planos. Os dados do eixo y estão em milhões de dólares.

Notamos que o valor em média dos planos por empresa cresceu de 22 milhões de dólares em 1992, para o pico de 238 milhões de dólares em 2000, caindo para 141 milhões em 2002. Esta pequena queda observada a partir de 2000 foi gerada principalmente pelo fortalecimento de alguns argumentos contrários aos planos de opções como forma de remuneração. Estes argumentos e suas implicações serão explicados em detalhes mais adiante neste trabalho.

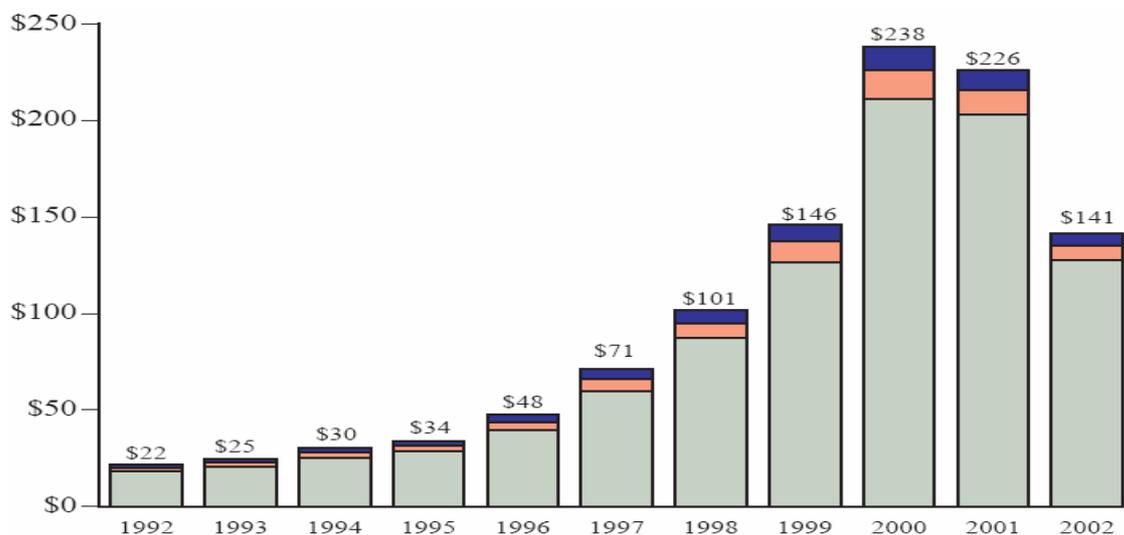
Outro dado interessante revelado pela figura 2 é a composição do total das opções concedidas aos CEOs, e aos chamados Top Five (os 5 executivos mais importantes da empresa) e aos funcionários, hierarquicamente abaixo dos Top Five. Pode-se observar que a fatia dos CEOs caiu de cerca de 7% total do valor dos planos concedidos, para um pouco menos de que 5% entre 2000 e 2002. Os gerentes e funcionários abaixo dos Top Five tiveram um crescimento do total dos planos de um percentual de 85% do total para um pouco mais de 90% em 2002.

O que podemos concluir é que o crescimento acelerado da remuneração dos CEOs é um fato bastante popular e conhecido. A diferença que revela a figura abaixo, é que este crescimento não foi exclusivo dos principais executivos, ocorrendo também e principalmente nos outros níveis de funcionários.

⁷ Brian Hall Kevinmurphy The trouble with stock options

Figura 2

Valor das opções no instante da outorga entre os anos de 1992 a 2002



O gráfico mostra a trajetória e a composição dos planos de opções. Em azul é a parcela referente ao CEO em rosa a parcela dos 5 maiores executivos tirando o CEO, e em cinza a parcela dos demais funcionários participantes dos planos. O total do valor dos planos são dados do S&P 500, e a composição é uma estimativa feita por Brian Hall e Kevin Murphy no paper “the trouble with stock options”.

É válido também analisar o crescimento dos planos de opções nos diferentes setores da economia. O crescimento dos planos de opções se deu com maior intensidade nos setores chamados de nova economia. A denominação nova economia é o nome dado às novas indústrias de computadores, softwares, empresas de Internet e telecomunicações.

A Tabela 2 apresentada abaixo nos mostra em suas 4 primeiras colunas (tabela A) o percentual de opções concedido em 4 diferentes setores da economia americana, como um percentual do total das ações das companhias dos respectivos setores. Na chamada velha economia o crescimento foi de 44%, passando de 1,8% para 2,9% no período de 1993 até o pico de 2000. Na chamada nova economia, mesmo já partindo de uma base maior, o crescimento foi de 75% no mesmo período saindo de 4,2% para 7,4% em 2000. Nos setores financeiros e de serviços, o crescimento foi de cerca de 50% no mesmo período analisado.

As 4 últimas colunas (tabela B) nos mostram os valores em dólar, ajustados pela inflação, das concessões por funcionário nos 4 setores em questão. Excluindo as concessões aos Top Five, percebemos que na velha economia o valor subiu de \$522 em 1993 para

cerca de \$2.900 em 2001. O crescimento na nova economia saiu do nível de \$1.684 até o pico de cerca de \$27.000 em 2000.

Tabela 2

Tabela 2A

(Percentual da totalidade das ações de cada setor)

Ano	Velha economia	Nova Economia	Financeiro	Serviços
1993	1,8%	4,2%	1,7%	0,9%
1994	1,8%	4,2%	1,9%	0,9%
1995	1,9%	4,3%	1,8%	0,9%
1996	2,1%	5,2%	2,0%	1,0%
1997	2,3%	6,4%	2,3%	0,9%
1998	2,7%	7,1%	2,5%	1,2%
1999	2,8%	6,6%	2,2%	1,5%
2000	2,9%	7,4%	2,4%	1,5%
2001	2,6%	6,4%	2,5%	1,4%

Tabela 2B

(Valor das concessões em dólar ajustado pela inflação)

Ano	Velha economia	Nova Economia	Financeiro	Serviços
1993	\$522,00	\$1.684,00	\$1.007,00	\$271,00
1994	\$633,00	\$1.855,00	\$1.570,00	\$383,00
1995	\$655,00	\$2.533,00	\$1.310,00	\$388,00
1996	\$904,00	\$3.834,00	\$2.005,00	\$690,00
1997	\$1162,00	\$6.021,00	\$3.365,00	\$518,00
1998	\$1376,00	\$7.334,00	\$5.060,00	\$649,00
1999	\$2169,00	\$11.838,00	\$5.259,00	\$1.797,00
2000	\$2559,00	\$26.690,00	\$4.806,00	\$1.385,00
2001	\$2856,00	\$18.882,00	\$5.562,00	\$2.933,00

Dados do S&p 500, SSP mid Cap 400,e S&P smallcap 600. São consideradas firmas da nova economia firmas com o código SIC 3570, 3571, 3572, 3576, 3577, 3661, 3674, 4812, 4813, 5045, 5961, 7370, 7371, 7372, e 7373. Para a velha economia, são empresas com o código SIC menor que 4000 e não presentes na nova economia. Setr financeiro tem o código SIC entre 60 e 69, enquanto que o serviços tem SIC de 49.

É preciso entender porque os planos de opções e ganharam tanta força e se destacaram tanto entre as demais formas de remuneração variável. A crença que permeia todos os planos de opção, é de que todos os funcionários deveriam ser de certa forma donos das empresas onde trabalham. Paul Sagan, presidente da Akamai, acredita que os planos de opções tem um caráter psicológico, tão importante quanto o financeiro. Estes argumentos,

porém não explicam ainda a maior popularidade dos planos de opção quando comparados a planos de distribuição de ações.

A apresentação dos dados é de extrema importância para o entendimento da magnitude e características que tomaram os planos de opções. A busca desenfreada, por estímulos corporativos, juntos com algumas vantagens que ainda serão apresentadas, levou o mundo corporativo americano a criar nos planos de opções uma ferramenta perigosa. Um número muito grande de opções foi concedido para um número muito grande de pessoas, e os incentivos provenientes dos planos de opções acabaram por serem fortemente criticados. Os escândalos contábeis recentes da Enron, WorldCom, Global Crossing e outras companhias, foram ligadas ao risco excessivos tomados pelos executivos, por uma busca de valorização do preço das ações a qualquer custo, tendo portanto, forte ligação com os planos de opções.

Depois de percebida a dimensão e seu rápido crescimento, entraremos agora no detalhamento da elaboração e características dos planos. Antes de entrarmos no caso específico dos planos de opções, vamos partir do caso mais geral “Equity based pay” onde estão incluídos os planos de opções.

2) DIFICULDADES DOS PLANOS DE EQUITY-BASED PAY

Como mostrado anteriormente, dentre as diversas formas de remuneração variável se tornou muito comum o formato de “equity-based pay” que consiste em variar a remuneração de acordo com o preço de mercado das ações. Todos os planos de “equity-based pay”, se sustentam na idéia de que as empresas devem alinhar os interesses de seus executivos, gerentes e funcionários com os interesses de acionistas e controladores.

Ainda conforme apresentado anteriormente, os planos de opções, juntamente com os planos de ações, se destacam dentre as formas mais comuns de “equity-based pay”. E diferentemente de práticas de bônus ou participação no lucro que criam metas a serem cumpridas, ou regimes de pontos internos que resultam em uma maior ou menor participação no lucro, os planos de “equity-based pay” se sustentam na idéia de que o valor de mercado dos ativos de uma determinada companhia reflète, no longo prazo, o resultado do trabalho conjunto de seus funcionários e executivos.

O objetivo deste capítulo é destacar, de uma maneira generalizada, os principais desafios que envolvem a elaboração dos planos de “equity-based pay”⁸. A questão central a ser discutida é como, sem uma atenção maior, os planos de “equity-based pay” podem deixar de ser formas de incentivo e se transformar em formas de destruição de valor em função de uma busca desenfreada por resultados de curto prazo.

2.1) Horizonte de tempo

A geração de incentivos sustentáveis em longo prazo é um dos principais desafios das empresas atualmente. Uma das vantagens nos planos de opções é que enquanto a contabilidade e os resultados financeiros de uma empresa refletem o passado, o preço das opções reflète as expectativas sobre o futuro da companhia. Desta forma, as opções podem ser consideradas um bom instrumento para se medir como as ações e decisões de hoje vão afetar o futuro da empresa.

Apesar disso, os planos de “equity-based pay” são muito criticados por incentivarem os executivos a tomarem decisões de curto prazo buscando a valorização das

⁸ six challenges in designing equity based pay

ações a qualquer preço, ao invés de estimularem políticas sustentáveis e de longo prazo. Há ainda uma crença de que os executivos participantes destes planos tendem a passar para o mercado um excesso de otimismo também buscando resultados de curto prazo.

Desse modo, para evitar tais problemas e criar expectativas e projetos de longo prazo, os planos de “equity-based pay” devem se adequar.

Uma solução encontrada parece ser o alongamento dos planos. Inicialmente, alguns planos de opções foram desenhados com prazos de exercício muito curtos em torno de quatro ou cinco anos e algumas empresas concederam até planos de apenas dois anos. Este formato, apesar de ser perigoso, é mais atraente para os executivos ao diminuir o risco das opções. Porém, o alongamento dos planos para algo em torno de dez anos é com certeza um passo no caminho certo apesar de não elimina por completo o problema do horizonte de tempo. Fazer com que o executivo mantenha um representativo valor de ações da empresa por um longo período de tempo é, logicamente, favorável também para uma visão de longo prazo da empresa como um todo.

Em síntese, percebemos que o estímulo a políticas sustentáveis e de longo prazo dentro das empresas é um dos grandes desafios dos planos de “equity-based pay”.

2.2) Transparência

Um outro problema enfrentado na elaboração dos planos de “equity-based pay” é a manutenção da transparência dos resultados. De certa forma, este problema está relacionado à questão do horizonte de tempo mencionada acima.

Na expectativa de influenciar o nível de preços das ações de suas empresas, muitos executivos utilizam certas práticas de “maquiar”, dar menor importância ou até mesmo fraudar os balanços e outras formas de demonstração de resultado. Com isso, os executivos conseguem adequar seus resultados às expectativas do mercado, mantendo os preços das ações em níveis artificiais.

Prova disso são certos escândalos recentes no mundo corporativo americano. Estes têm sido fortemente associados a fraudes de balanços contábeis.

Sem dúvida, planos de opções com prazos curtos de exercício, tendem a influenciar ainda mais estas práticas fraudulentas. David Yermarck⁹ mostra que logo após a concessão das opções o valor de mercado destas ações passam a ter retornos fora do normal, mostrando que os executivos podem através de notícias e informações criar uma espécie de timing perfeito para o momento da concessão das suas opções.

Assim, percebemos que o incentivo à manutenção de níveis artificiais de preços de ações corresponde a mais um desafio ou dificuldade que os planos de “equity-based pay” podem gerar. E não podemos ignorar o fato de que a interpretação de recentes escândalos de resultados em grandes companhias americanas está fortemente relacionada aos planos de “equity-based pay”. O centro da questão é que é muito difícil para o mercado conseguir controlar as ações dos executivos, tornando impossível uma maior credibilidade em suas ações.

2.3) Custo de Oportunidade X Benefício Gerado

Outra forte questão que permeia os planos de “equity-based pay” corresponde ao custo que a firma tem em conceder o benefício em comparação com os ganhos que este benefício traz para o funcionário.

Na prática, existe a crença de que os “equity-based pay” têm custos de oportunidade muito maiores para a firma do que o benefício para os funcionários. O caso específico dos planos de opções será discutido mais adiante neste trabalho.

De modo geral, é possível ressaltar alguns motivos genéricos que explicam porque os planos de “equity-based pay” podem ser menos “valorizados” por funcionários, executivos e gerentes quando comparados ao custo de oportunidade que estes planos representam para a empresa:

- 1) Diversificação: o valor atribuído a um portfólio diversificado será maior do que de ações de uma única empresa.
- 2) Funcionários avessos ao risco: quanto mais avessos ao risco menor será o valor que estes dão aos planos.

⁹ “Good timing : CEO stock options awards and company news announcements”, Journal of Finance.

- 3) Volatilidade do ativo: quanto mais volatilidade apresentar o ativo menor será o valor atribuído.
- 4) Período do plano: quanto mais longos forem os planos menor será o valor atribuído pelos funcionários.
- 5) Nos casos dos planos de opções, quanto mais “in the money” estiverem os planos, maior será o valor atribuído pelos funcionários.

Estes aspectos serão apresentados com maiores detalhes mas, no momento, podemos perceber que existe uma forte distorção entre o custo dos planos para as firmas e o valor que os beneficiados atribuem aos planos. Esta diferença é, portando, mais um desafio enorme que envolve a elaboração dos planos de “equity-based pay”.

Devido a uma grande complexidade e importância deste item veremos adiante um único capítulo dedicado ao caso específico deste problema no caso dos planos de opções.

2.4) Trade-off

Vimos acima que um dos desafios dos planos de “equity-based pay” é a diferença de valor atribuída por quem está concedendo e quem está se beneficiando dos planos. Quando comparamos os planos de opções com os demais planos, percebemos que os primeiros têm maior diferença entre os custos e os benefícios gerados uma vez que são ativos com muita volatilidade e muito risco para seus detentores. Porém, é válido considerar o benefício que os planos de opções proporcionam quando comparado aos planos de ações.

A tabela a seguir mostra um exemplo de como o valor das opções muda de acordo com mudanças no preço das ações. A tabela faz uma comparação entre dois funcionários: um recebe uma ação da empresa no valor de \$100,00 enquanto o outro funcionário recebe duas opções “at the money” que também têm valor de \$100,00. A coluna mais a esquerda mostra como o mercado precifica a ação e as opções (com base no modelo de Black-Scholes) de acordo com mudanças nos preços das ações no mercado.

Podemos perceber que mudanças no preço de mercado da ação obviamente levam a uma mudança proporcional para o funcionário que detém a ação enquanto que para o detentor das opções o crescimento é muito maior. Por exemplo: uma mudança de 50% no

valor das ações no mercado leva a uma valorização de 50% no valor do plano do primeiro funcionário e um ganho de 83% no valor do plano do segundo funcionário.

Tabela 3

Preço da ação	Valor de mercado		Valor percebido pelo funcionário		Valor do funcionário normalizado	
	Ação	Opção	Ação	Opção	Ação	Opção
\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	0,00	0,00
\$25,00	\$25,00	\$8,00	\$21,00	\$1,00	0.25	0.02
\$50,00	\$50,00	\$31,00	\$43,00	\$12,00	0.5	0.14
\$75,00	\$75,00	\$63,00	\$64,00	\$35,00	0.75	0.54
\$100,00	\$100,00	\$100,00	\$85,00	\$65,00	1,00	1,00
\$125,00	\$125,00	\$140,00	\$105,00	\$98,00	1.24	1.5
\$150,00	\$150,00	\$183,00	\$126,00	\$140,00	1.48	2.15

O Valor ajustado pelo funcionário é obtido pela aplicação do modelo de Brian Hall e Kevin Murphy que será explicado no capítulo 4.O valor de mercado é obtido pela aplicação de Black & Scholes sob as hipóteses de 50% de volatilidade, 5 anos de prazo e sem distribuição de dividendo e taxa de juros livre de risco de 6% aa. A ultima coluna é a normalização em base 1 para os dados dos funcionários.

Juntando os conhecimentos já adquiridos, é fácil perceber que a análise é falsa pois sabemos que o valor que os funcionários atribuem para as opções é menor do que o valor de Black-Scholes. Assim, a segunda coluna da tabela mostra um valor ajustado pela aversão ao risco dos funcionários. que seria o preço que os executivos realmente atribuem aos seus planos. E a coluna mais a direita normaliza estes valores com base 1.

O primeiro dado que devemos ressaltar é que no instante em que os planos são concedidos o valor das ações para os executivos já é bem maior do que o valor das opções. Percebemos porém que para uma valorização do preço de mercado os planos das opções se valorizam ainda mais percentualmente do que se valorizavam antes. Portanto podemos concluir que para os detentores do plano o incentivo que gera para um plano de opção, é muito maior do que para o detentor das ações.

Porém, esta característica é observada em casos de valorização do preço da companhia em questão. O principal problema é que esta característica das opções ocorre nas duas direções. Se observarmos uma queda no valor de mercado da companhia, Como

mostra a tabela, uma queda de 50% no valor das ações, de \$100,00 para \$50,00 o valor de mercado dos planos tem uma queda de 69%, se considerarmos o risco que atribui os funcionários, esta queda é da ordem de 82%.

Podemos pensar que esta característica pode ser considerada uma punição aos executivos por uma conduta ruim da companhia, mas de qualquer maneira esta é uma característica frágil dos planos de opções, já que muitos casos certos comportamentos do mercados não estão diretamente relacionados aos executivos, e a partir de certo ponto, os executivos podem se perceber que seus planos não tem mais quase nenhum valor, e portanto perde assim qualquer forma de incentivo.

2.5) Alinhando Risco e Incentivo

Um das principais vantagens dos planos de “equity-based pay” é fazer com que funcionários naturalmente avessos ao risco adquiram uma postura mais arrojada. Porém, uma grande dificuldade que existe é medir exatamente o ponto ótimo de risco que os condutores da companhia deve tomar.

Sem receber qualquer tipo de benefício, os executivos teriam uma postura conservadora na condução da companhia por dois principais motivos. Em primeiro lugar, o executivo não terá postura arriscada uma vez que, se algo acontecer com a empresa, ele também terá risco na manutenção do seu cargo. Portanto, alguns investimentos arriscados capazes de proporcionar bons resultados futuros à companhia são deixados de lado. E em segundo lugar, executivos avessos ao risco que passaram quase a vida inteira trabalhando em uma mesma empresa, investindo nesta grande parte do seu capital humano e em alguns casos até capital financeiro, irão racionalmente evitar posturas arriscadas.

Planos baseados no valor das ações vão promover uma postura mais arriscada por parte dos executivos aumentando a volatilidade das ações da companhia e podem conduzir a um nível ótimo de risco a ser tomado. À medida que existe um benefício financeiro relacionado à valorização dos ativos da companhia existe um enorme incentivo a tomada de risco, e acredita-se que este nível ótimo é maior do que o nível na ausência de qualquer plano.

Um fato que deve ser notado é que em alguns casos os planos de opções podem não necessariamente incentivar o risco. Em geral, planos de opções em que as opções estão “at the money” ou “in the money” vão antecipar um pay-off futuro pois, mesmo que as ações corrijam apenas as taxas de renda fixas do tesouro, existirá um grande benefício futuro. Portanto antecipando isso, este fato pode fazer com que os executivos tenham incentivo em apenas manter o crescimento da companhia constante, ficando portanto longe do nível ótimo de risco a ser tomado.

Fica difícil, porém, medir como executivos avessos ao risco vão enfrentar esta relação entre a tomada de risco que pode aumentar seu pay-off futuro, ou a simples manutenção do pay off esperado. Ao tomar uma postura mais arriscada, o executivo, estará aumentando a volatilidade das ações da companhia no presente, e estará aumentando o valor das opções. Por outro lado executivos com grandes quantidades de opções “at the money” ou “in the money”, podem apenas querer manter seus pay offs futuros.

O efeito de um executivo avesso ao risco é difícil de medir, porém a relação entre o risco tomado e os maiores pay offs podem ser medidos. A tabela abaixo mostra como o valor das opções “at the money” varia em função da variação da volatilidade do ativo. Quando o preço da ação e o preço de exercício são iguais a \$129,00, e a volatilidade cresce 10% de 50% para 55%. O resultado é que com este aumento da volatilidade, o valor das opções cresce cerca de 6% de \$65,83 para \$69,86.

Tabela 4

	<i>At the money</i>	<i>In the money</i>	<i>Out of the money</i>
<i>Volatilidade de 50%</i>	\$65.83	\$180.67	\$20.52
<i>Volatilidade de 55%</i>	\$69.86	\$184.78	\$23.32
<i>Variação % do valor das opções</i>	6%	2%	14%
<i>Elasticidade da tomada de risco</i>	0.6	0.2	0.14

Todas as opções tem duração de cinco anos, por hipótese, os dividendos são zero, e a taxa livre de risco é de 6,3%. Para as opções at the money o preço das ações é de \$129 e o preço de exercício é de \$129. Para o caso de opções in the money o preço de exercício é o mesmo enquanto o preço das ações é \$260. Para o caso das opções out of the money, o preço de exercício também é \$129 e o preço das ações é de \$65.

O efeito notado é menor quando as opções estão “in the money”. Se, por exemplo, o preço das ações é o dobro do preço de exercício, percebemos que o executivo teria menos incentivo a tomar risco.

Isto ocorre pois um aumento da volatilidade dos ativos, resultantes de um maior risco tomado, levaria a um aumento de apenas 2% e não mais os 6%. O mais interessante é notar que para os casos em que as opções estão “out of the money”, a atratividade do risco, é a maior possível, pois uma variação de 10% na volatilidade levaria a um aumento de 14% no valor dos planos.

Este último caso com certeza forçaria uma postura mais arriscada dos condutores da empresa, é como se o beneficiário não tivesse nada a perder. Este caso pode ser perigoso pois o nível de risco tomado pode estar muito acima do nível ótimo de risco.

Portanto, podemos perceber a dificuldade de se elaborar um plano de equity-based pay, neste caso mais específico os planos de opções. Na prática é difícil de encontramos qual é o nível ótimo de risco.

Porém podemos afirmar que os planos de opções em detrimento de variações nos níveis de preço das ações, podem levar a tomadas de risco muito abaixo ou muito acima do nível ótimo de risco, sendo este mais um dos principais desafios na elaboração destes planos. O Problema desta não linearidade dos planos de opções é uma das causas para que planos de ações sejam em alguns casos escolhidos. Nos planos de ações existe obviamente uma total linearidade entre o valor das ações e o benefício para os executivos.

2.6) Planos em excesso

Uma das principais dificuldades dos planos de equity-based pay, mais especificamente dos planos de opções, é o nível ótimo em que os planos devem ser concedidos. Pelo lado de quem recebe este tipo de remuneração, existe uma enorme dificuldade de contabilizar e entender o valor que estes estão recebendo.

Já pelo lado dos elaboradores dos planos também existe uma igual dificuldade de saber o tamanho das remunerações que estão pagando. No caso dos elaboradores dos planos a dificuldade ainda se agrava, pois como não existe desembolso imediato de caixa, a concessão

dos planos parece ter um caráter de economia, ou mesmo corte dos custos com a folha salarial.

Realmente é inegável a vantagem que existe em poder se financiar através dos seus funcionários, porém não se deve menosprezar o custo futuro e o próprio custo de oportunidade presente que estes planos possam ter. A crítica feita aos planos de opções é que estes cresceram demais tomando uma característica inadequada. Portanto podemos destacar a dificuldade de saber o nível ótimo dos planos é talvez a maior dificuldade dos elaboradores dos planos.

Veremos no próximo capítulo algumas causas destes excessos de outorga de opções. E sem dúvida a experiência nos mostrou que o uso excessivo dos planos de opções foi talvez o principal responsável por estes terem tomado um caráter não desejado

3) IDÉIAS CONTROVERSAS E EXCESSOS NOS PLANOS DE OPÇÕES

Até o momento, percebemos o enorme crescimento que foi observado nos planos de opções no mundo corporativo americano. Além disso, percebemos que a motivação básica é a idéia de criar uma cultura corporativa tentando alinhar os interesses dos acionistas e executivos, através da outorga de opções.

Neste capítulo entraremos no detalhamento de certos aspectos financeiros e contábeis e algumas idéias controversas. Uma possível não percepção de certos aspectos e algumas características falhas é que podem ter levado a um excesso na prática de planos de opções. E é evidente que estes excessos e falhas na percepção, foram os maiores causadores dos formatos sub ótimos que tomaram os planos de opção, que passou de uma prática inovadora e moderna, para se tornar alvo de inúmeras críticas do mundo da boa governança corporativa.

A outorga de opção como já foi apresentado, consiste na transferência de uma parte do capital social futuro da empresa em troca da força de trabalho dos funcionários. Esta conta só faz sentido se a fração do capital social futuro diluído for maior do que a situação inicial, caso contrário, a companhia não estaria gerando valor para seus acionistas. Este foi o caso de maior parte da década de 1990, durante o qual o mercado acionário americano viveu um período de forte alta.

A partir do final da década, a conta se inverteu, ao mesmo tempo em que executivos teriam exercido suas opções e vendido as ações no mercado capturando para si ganhos substanciais. Sem dúvida, as grandes críticas surgiram pela idéia de que pagou-se mais pelo trabalho dos executivos, do que eles mesmo geraram. Portanto a seguir serão abordados alguns temas que podem representar bem estas falhas geradas.

3.1) Poder da administração

Para entendermos o problema do chamado “poder da administração” é preciso entender um pouco da relação entre os conselhos de administração e executivos de uma companhia.

O conselho de administração de uma companhia tem a função de governar a companhia, enquanto que os executivos, gerentes, e qualquer outro cargo ocupado na empresa tem o dever de administrar de acordo com os objetivos, metas e caminhos traçados por quem governa a companhia, no caso os membros do conselho.

Nos EUA, o conselho que aprova a remuneração do CEO foi eleito pela indicação do próprio CEO para ocupar o cargo do conselho. Portanto o pacote de remuneração das grandes companhias é conflituoso, pois como vimos o CEO exerce influencia sobre o conselho, que determina sua remuneração.

Neste contexto, é possível perceber que dificilmente o conselho irá questionar a remuneração daqueles que lhe concederam o cargo. Uma solução que existe na tentativa de acabar com este “embaraço” provocado pelo tema da remuneração é a contratação de consultores externos, na área e recursos humanos para estudar e validar as práticas de remuneração da companhia.

Porém, é preciso lembrar que as áreas de recursos humanos das empresas que contratam estes consultores estão sob influencia e controle dos CEOs, portanto esta solução não elimina o problema mas apenas camufla esta situação.

No relatório de 2003 da Berkshire, Warren Buffet, define como “teste árido” na governança corporativa, a remuneração do CEO. Buffet comenta “os portadores desta epidemia de ambição foram freqüentemente os consultores e os departamentos de recursos humanos que não tiveram problema algum em identificar aqueles que amanteigavam suas torradas”¹⁰.

O argumento do poder da administração se sustenta pelo fato de que na prática, o pacote de remuneração costuma ser mais generoso e menos sensível a performance em casos de que o conselho sofre mais influencia dos administradores, onde os conselhos são maiores, onde os membros do conselho atuam em vários conselhos, e é claro quando os conselhos são “outsiders” indicados pelo CEO.

Como percebemos esta é uma teoria forte que mostra uma fonte de problemas, ligados a remuneração e serviu de combustível para as falhas e excessos dos planos de opções. Se analisar e estudar o tema da remuneração é constrangedor, a falta de uma análise pode ser perigosa, sujeitando formatos e pacotes de remuneração a erros que ameaçam os

¹⁰ Carta Dynamo 42.

interesses dos acionistas e controladores, e evidentemente, beneficiando e concedendo excesso de poder sobre sua própria remuneração aos CEOs.

Gostaria de terminar este tema citando mais um comentário de um dos maiores conhecedores e defensores da boa prática da governança corporativa, Warren Buffet: “É quase impossível, num conselho povoado por pessoas educadas, questionar se o CEO deveria ser substituído. É igualmente embaraçoso questionar uma aquisição que tenha sido endossada pelo CEO, particularmente se os membros de sua equipe e seus consultores externos estiverem presentes e apoiarem a decisão unanimemente. Enfim, quando o comitê de compensação aprova uma mega-autorga de opções a favor do CEO ou outros executivos, para algum conselheiro sugerir que esta seja reconsiderada, seria o mesmo que arrotar na mesa de jantar”.¹¹

3.2) Não desembolso de caixa

Um das principais vantagens dos planos de opções é o fato de que a companhia consegue atrair e contratar mão-de-obra sem qualquer desembolso de caixa. O custo destes planos corresponde, em um primeiro instante, apenas ao custo de oportunidade das opções concedidas não existindo na prática nenhum pagamento imediato em caixa. Podemos encarar esta característica como uma forma da empresa se financiar através dos seus funcionários, uma vez que o trabalhador está vendendo seu trabalho no presente para ser remunerado no futuro.

Apesar da força deste argumento, algumas evidências empíricas mostram um certo contra-senso em relação ao fato de que algumas empresas fazem uso dos planos de opções como forma de se obter caixa. Em um estudo sobre a nova economia, Lambert e Larcker perceberam que empresas com os melhores fluxos de caixa, portanto sem grandes necessidades de adiar pagamentos, são as que fazem o maior uso dos planos de opções.

Além disso, algumas empresas conhecidas por terem amplos planos de opções, como a Microsoft e a Cisco, são também reconhecidas por pagarem remuneração em dinheiro acima do mercado.

¹¹ Berkshire Hathaway – Letter to shareholders, 2002 pág 17.

Entretanto, o não desembolso inicial de caixa continua sendo um poderoso argumento a favor dos planos de opções e continua estimulando empresas a adotarem estes planos como uma forma de remuneração de seus funcionários.

3.3) Aspecto Contábil

Um segundo argumento favorável aos planos de opção seria a vantagem contábil para as empresas com esta forma de remuneração.

No mercado americano os pacotes de opções podem ser classificados como planos “qualificados” ou “não qualificados”. Os planos não qualificados são os mais freqüentes e são bem mais flexíveis, podendo ser modelados sem restrições quanto ao preço de exercício e prazo.

Estes planos não qualificados podem ser concedidos não só para funcionários da empresa mas também para consultores, conselheiros e quaisquer prestadores de serviço para a companhia. Neste tipo de plano de opção, no momento do exercício a diferença entre o preço de exercício e o preço de mercado é taxado como uma renda tributável para o detentor das opções.

Para a companhia, por sua vez, esta diferença é considerada despesa dedutível. Isto é, a diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício no momento do exercício, constitui despesa dedutível para a companhia, quando as opções são exercidas, a companhia emite uma nova ação para o empregado, obtendo um “benefício” fiscal pela diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício.

Para os chamados planos qualificados os funcionários pagam imposto sobre o ganho de capital no caso do preço de exercício estar abaixo do preço de mercado. A companhia, neste caso, não pode deduzir sua despesa. Esta vantagem fiscal faz com que os planos de opções, mas precisamente os planos não qualificados, representem grandes vantagens para as empresas do ponto de vista fiscal.

Em 1994 surgiu uma nova lei de taxaço nos EUA que contribuiu ainda mais para o crescimento dos planos de opção. Na secção 162(m) do International Revenue Code consta que formas de pagamento que excederem 1 Milhão de dólares para os executivos mais importantes da empresa (em geral os 5 mais bem pagos), não podem ser consideradas

despesas dedutíveis. Em compensação, a mesma secção 162(m) não impõe qualquer tipo de limitação para formas de remuneração baseadas em performance, “performance based compensation”, incluindo assim performance fruto do exercício de opções.

O aspecto contábil e algumas possíveis falhas na categorização dos planos de opções, sem dúvida foram causas de grandes transtornos excessos e falhas. A regra básica da categorização das opções foi estabelecida em 1972 APB (Accounting Principles Board) o predecessor do FASB. A nota APB numero 25, categoriza o registro das opções como uma despesa onde o valor deve ser o seu valor intrínseco, isto é a diferença entre o preço de exercício e o preço de mercado.

Porém a falha observada é que na prática a maioria das autorgas de opções são feitas “at the money”, ou seja, teriam nesta conceituação valor intrínseco zero, não devendo ter nenhum registro contábil. Em 1995, o FASB na tentativa de mudar este problema, lançou a regra FAS123 que determinava que o lançamento das opções deveria ter o seu valor contábil igual ao seu “valor justo” determinado por algum método de precificação.

Porém foi reconhecida a dificuldade de complexidade deste novo processo, que continuou permitindo o tratamento contábil segundo a regra antiga, desde de que o valor justo fosse publicado em nota explicativa. Após os escândalos contábeis, no início de 2003 varias companhias começaram voluntariamente a tomar padrão a nova regra da FASB.

A discussão sobre o tipo de lançamento contábil das autorga de opções está longe de ter qualquer tipo de consenso. Como lembrou Warren Buffet, “Se as opções não são uma forma de remuneração, o que elas são? Se a remuneração não é uma despesa o que ela é? E se as despesas não devem entrar nos cálculos dos lucros para onde deveriam ir?”¹².

O fato que Warren Buffet lembra e destaca é que este tratamento contábil acaba por si só mascarando o resultado da companhia. O registro contábil deve refletir e apurar qualquer tipo de esforço em termos de custo para a formação do resultado do negócio. Assim a força de trabalho que uma companhia está “comprando” é um ativo que não pode ser armazenado, pois são recebidos e usados no mesmo instante pela empresa.

Neste sentido, quando a companhia adquire este ativo ela oferece em troca uma participação no capital social que deve ser tratado como despesa. Como alertou Alan

¹² Carta Dynamo 42.

Greenspan: “Assumir que as autorgas de opções não são uma despesa é assumir que os recursos reais que contribuíram para a criação de valor do produto seriam livres”.¹³

A vantagem contábil torna os planos de opções mais “baratos” do que os salários básicos e mesmo do que a simples concessão de ações. De certa forma, este é sem dúvida mais um incentivo para a explosão dos planos de opções e uma das razões do crescimento destes ao longo da década de 1990.

3.4) Conservação do funcionários

Um argumento muito comum nas discussões a favor dos planos de opções, é a idéia de que este pode ser uma forma de criar um vínculo maior dos funcionários com a empresa, fazendo com que propostas de outras empresas sejam descartadas.

O fato apresentado faz sentido até certo ponto. Uma vez que o funcionário, na grande maioria das vezes, perde o direito ao plano se deixar a empresa. O incentivo para o funcionário se manter na empresa é maior quando o preço de mercado está bem acima do preço de exercício.

Numa situação em que as opções estão “underwater”, ou em períodos em que novas opções estão acabando de ser concedidas, o incentivo para o funcionário permanecer é bem menor, ou quase inexistente.

Como percebemos, é evidente que os planos de opções criam um vínculo do empregado com a empresa, com maior ou menor intensidade, este fato ocorre. Porém esta característica, não é exclusiva desta forma de remuneração, o que nós faz questionar se a maneira como as opções criam este vínculo é a melhor maneira possível.

É muito comum em algumas companhias, o trabalhador receber um valor abaixo da sua produção marginal no começo, e acima da sua produção marginal depois de vários anos na empresa. Em outros casos as empresas, criam formas de bônus crescentes ao longo do tempo, também incentivando a permanência do funcionário. Como já vimos que funcionários avessos ao risco preferem o valor em dinheiro a opções, sem dúvida outras formas de fidelidade dos funcionários como os exemplos citados, certamente surtirão um maior efeito.

¹³ Greenspan, A (2002)

Além disso, não existe qualquer relação entre o preço de mercado das ações de uma companhia, com a fidelidade dos funcionários. Se por absurdo acreditarmos que as opções concedidas aos funcionários são capazes de manter os mesmo na empresa. Então em um momento onde o mercado de ações vive uma forte apreciação, nenhum funcionário teria incentivo a deixar o emprego.

Em contra partida, se imaginarmos um cenário em que todas as empresas concedessem opções com preços de exercícios iguais aos preços correntes, num cenário de forte baixa, os funcionários passariam a ter um forte incentivo a deixar a empresa e receber em uma nova companhia novos planos de opções com preços de exercício relativamente mais baixos.

Desta forma, percebemos que os planos, ao invés de serem um instrumento de manutenção do funcionário, passam a ter característica oposta, incentivando que os funcionários mudem de empresa. Assim podemos concluir que uma investigação nós faz notar que os planos de opções não podem ser encarados como instrumento de fidelidade dos funcionários, uma vez que esta característica apresenta um caráter pró-cíclico, se transformando numa ferramenta perigosa em momentos de crise.

3.5) Até que ponto os planos motivam os funcionários

Para os principais executivos da companhia, percebemos que os planos de opção, proporcionam uma motivação. Porém, como já foi apresentado, cerca de 90% dos planos são auferidos a funcionários de níveis mais baixos de gerencias e funcionários. Portanto a discussão da eficiência destes planos deve levar em conta principalmente estes funcionários.

Um fato inquestionável é que na estrutura capitalista moderna, os seres humanos, dedicam grande parte da sua vida e esforço de trabalho nas companhias, abrindo muitas vezes mão de suas vidas particulares em função de seus empregos. Além disso, os funcionários, ganham grande parte da sua riqueza, ao longo da sua vida na empresa, tanto em termos de riqueza de capital humano, com o ganho de conhecimento adquirido ao longo da vida, quanto com a riqueza financeira, e neste está presente os planos de opções.

Como já vimos, para que os planos tenham sucesso, eles deveriam alinhar interesses dos funcionários, com os dos acionistas. Além disso, deveria estimular os funcionários, para que o sucesso de seu trabalho seja refletido nos preços dos ativos e assim todos estariam ganhando.

Porém, como visto anteriormente, é muito difícil os níveis mais baixos de funcionários acreditarem que possam ter qualquer poder sobre os preços de mercado da companhia. Além disso, existe um enorme problema de free rider. Mesmo que os funcionários de níveis hierárquicos mais baixos da companhia possam interferir no comportamento das ações, a fatia de benefício que este funcionário teria seria muito baixa, pois estaria dividindo este ganho com todos os detentores de opções e ações.

A respeito do assunto, é bom lembrarmos mais uma frase de Warren Buffet que compara os planos de opções aos contratos no mundo do beisebol, ressaltando que não é porque um time ganha o campeonato que todos os jogadores serão tratados da mesma forma na hora de renovar os contratos.¹⁴

Buffet questiona justamente o fato dos planos de opções não diferenciar os diversos desempenhos dentro da empresa, fazendo com que funcionários que realmente contribuíram para a mudança dos preços, sejam remunerados da mesma forma com que alguns que talvez tenham tido insucesso nas suas atividades.

Combinando este problema com o risco imposto aos funcionários, ao deterem opções, fica fácil concluir que para essas pessoas o pagamento em dinheiro, baseado numa forma variável de comprimento de metas e objetivos, sem dúvida seria uma forma mais eficiente de incentivar e remunerar os funcionários.

Por outro lado, o pagamento de remunerações, baseadas no preço das ações, faz com que a companhia seja bem vista para o mercado. Esta forma de remuneração passou a ser uma forma de sinalizar ao mercado que a companhia estará com objetivos em linha com os acionistas, e preocupadas com suas cotações no mercado.

Além disso, existe um argumento que acredita que os funcionários se sentem mais importantes ao se sentirem donos das empresas. Porém, na prática, estes argumentos pouco se sustentam, e os fatores negativos se sobrepõem aos poucos argumentos a favor, nos

¹⁴ Livro The essencial buffet

fazendo concluir o grande erro ao se popularizarem os planos de opções para todos os funcionários.

3.6) Uma discussão sobre o efeito para os principais executivos.

A pouca eficiência das opções, para os níveis baixos de funcionários, já foram tratados e entendidos. Agora vamos procurar entender mais o caso dos grandes cargos da empresa, e até que pontos as opções são eficientes.

Diferentemente do caso anterior, os grandes executivos detêm em grande parte poder para que seu trabalho tenha como consequência uma mudança nos preços das ações. Além disso, os planos selecionam executivos que realmente acreditem na empresa e nos projetos que terá pela frente.

O que cabe questionar e a discussão não é tão fácil de ser entendida, é a pergunta se os planos tradicionais, em que as opções vencem em dez anos, sem possibilidade de proteção a volatilidade, e preços de exercício igual ao preço de mercado na data da elaboração dos planos, é a melhor forma de se remunerar e incentivar os executivos.

No debate sobre o formato dos planos, alguns economistas, defendem a idéia de que as opções deveriam ser indexadas. A defesa da indexação dos preços de exercícios, faria com que o mesmo varie de acordo com o mercado. Neste caso é fácil perceber que em um mercado vivendo uma “bolha”, fariam com que os preços de exercício ficassem mais altos, enquanto que numa fase que crise generalizada, os preços de exercício tenderiam a ficar mais baixos.

O resultado dos planos indexados, é que o executivo, passaria a ganhar a performance que sua empresa tenha em comparação com o mercado, protegendo, os acionistas de pagamentos excessivos em períodos de euforia do mercado. Apesar deste forte argumento a favor dos planos indexados, na prática estes planos são praticamente inexistentes.

Porém, é estranho que o argumento dos planos indexados, que aparentemente fazem todo o sentido sejam tão pouco utilizados. É possível destacar dois grandes fatores para esta questão. O primeiro é que para conceder opções indexadas é muito mais caro para a

empresa. Segundo, que as opções tradicionais são mais “bem vistas” do que as opções indexadas.

Um exemplo para o argumento é que opções tradicionais concedidas têm aproximadamente 80% de chance de estarem “in the money” após 10 anos. Por outro lado, as opções indexadas com as mesmas características têm 50% , isto porque os retornos das ações tendem a ser positivos ao longo do tempo, e pouco menos da metade das ações, tendem a ter retornos acima da média do índice das ações. O custo de oportunidade da firma em conceder as opções indexadas é menor porém para executivos avessos ao risco estas opções perdem ainda mais valor.

3.7) Ações X Opções

Apesar dos planos em opções se tornarem a forma mais comum de equity based pay, a concessão de ações restritivas leva algumas vantagens sobre os planos de opções, no sentido de conceder incentivo aos principais executivos da firma.

Fazer com que os principais executivos tenham ações da companhia em que trabalham traz uma relativa estabilidade dos incentivos em comparação com os planos de opções. Esta diferença se dá, pois o incentivo gerado pelos planos de opção são em sua maioria dependentes dos preços de exercício e dos preços de mercado das ações. Em casos em que os preços de mercado estão bem acima do preço de exercício, os incentivos gerados pelas opções são bem altos e muito parecidos com os incentivos gerados por ações restritivas. Porém, num período de mercado em queda em que o valor de mercado estejam bem abaixo do preço de exercício das opções, os incentivos gerados passam a ser muito pequenos, pois a expectativa do executivo em ter um pay off positivo é muito pequena. Portanto, a grande vantagem observada nos planos de ações em comparação com os planos de opções é evitar o desestímulo gerado por opções “underwater”.

Planos baseados na concessão de ações, invés de opções vai também interferir, na forma com que os executivos tomam investimentos mais ou menos arriscados. No caso de um executivo deter opções com preços de exercício bem acima do preço de mercado, isto é, opções “out of the money”, este terá incentivos a tomar investimentos bem mais arriscados do que se a opção estivesse “in the money”. Portanto percebemos que os parâmetros como

níveis de preços de exercício e preço de mercado vão interferir diretamente nos riscos tomados pela empresa.

No caso do executivo possuir ações o comportamento de risco é mais uniforme, não variando tanto quanto no caso de opções, a menos que o preço esteja excessivamente baixo fazendo com que o executivo tenha uma postura mais independente do preço de mercado.

3.8) Dividendos

Os dividendos são formas dos acionistas serem remunerados por sua participação na empresa. O acionista espera poder receber em dinheiro o retorno da sua empresa.

A boa governança recomenda que os dividendos sejam distribuídos de acordo com a possibilidade de uso destes recursos pela companhia. O que os acionistas esperam é que a empresa avalie possíveis projetos. Se não existir dentro da empresa nenhuma forma de investir este lucro em projetos que remunerem acima da taxa de juros livre de risco, este lucro deve ser distribuído em dividendo. Caso contrário os executivos devem investir este lucro ao invés de distribuir em dividendo, pois indiretamente estão remunerando os acionistas a taxas maiores do que o mercado.

Em alguns países como o Brasil existe um percentual mínimo de distribuição de dividendos para as empresas. Este mínimo pode não ser recomendado já que não existe motivo para a empresa distribuir dividendos se existem projetos com grandes retornos precisando de capital para serem viabilizados.

Os planos de opções muitas vezes mudam a política de distribuição de dividendo. Uma vez que as opções têm correlação direta com apreciação do valor de mercado das ações, os executivos não terão nenhum incentivo a distribuir dividendo, uma vez que os dividendos são descontados no valor presente das ações.

Os planos podem assim levar os acionistas uma situação péssima. Esta situação seria o caso em que não existir nenhum projeto ou perspectiva dentro da companhia, e mesmo assim ela não distribui seu lucro em forma de dividendo pois estes dividendos distribuídos prejudicariam os detentores dos planos de opções.

Portanto esta questão dos dividendos é uma das principais fontes de conflito de interesses entre os acionistas e executivos com opções. Assim os planos de ações levam

grande vantagem, já que possuindo ações o incentivo a distribuição de dividendos é muito maior, essa política de dividendo traz grandes vantagens para os acionistas, que obviamente querem ser remunerados em suas posições, e não apenas ganhando a valorização das ações.

3.9) Disparidade entre custo real e benefício gerado

Como vimos, muito se critica a grande dimensão dos planos de opções. Como vimos muitos destes excessos foram fruto de análises erradas dos detalhes dos planos. Um dos principais erros de análise dos planos de opções é a relação entre o custo para a empresa e o benefício para o funcionário. Para isso o próximo capítulo entra no detalhamento destes aspectos. O trabalho entra, portanto, num momento bastante técnico e específico, mas de extrema relevância para o entendimento do tema.

4) A DISPARIDADE ENTRE CUSTO REAL E BENEFICIO GERADO

À medida que compreendemos cada vez mais o assunto percebemos que é vasta a literatura que defende os planos de opções sob a ótica dos acionistas. Porém, pouco aprofundada é a discussão sobre as vantagens dos planos de opções do ponto de vista dos funcionários que estão trocando a remuneração direta de seus esforços de trabalho por uma recompensa futura na qual incidem riscos muito maiores.

Apesar de não existir um desembolso de caixa imediato nos planos, a concessão das opções representa um custo de oportunidade para a firma. Este custo de oportunidade equivale a quanto um investidor de fora pagaria em opções com os mesmos formatos das concedidas para os funcionários.

Dentre os modelos mais modernos de precificação de uma opção podemos destacar o modelo Binomial e de Black Scholes. O modelo de Black & Scholes hoje é o principal modelo utilizado no mercado e ele torna possível para as companhias estimar com certa precisão o valor que um investidor de fora da companhia pagaria para as opções e, portanto, o custo de oportunidade das opções concedidas.

Diante da dificuldade de assimilar o assunto, é preciso dedicar um capítulo exclusivo para o problema do custo percebido e custo real. O custo percebido foi sem dúvida um dos grandes causadores de abusos do uso dos planos de opções.

O problema gerado é a discrepância entre o valor que os executivos atribuem a seus planos, o valor do custo percebido por parte das companhias, e o custo real ou custo de oportunidade destes planos. Em síntese, executivos avessos ao risco, e não diversificados, tentam avaliar as opções com grande risco e, portanto, descontando este valor a uma taxa maior, enquanto que as empresas têm a falsa ilusão de que a outorga de opções é uma forma barata de remuneração, já que esta remuneração não tem efeitos imediatos no caixa.

4.1) O valor das opções para executivos não diversificados e avessos ao risco

Teorias modernas sobre opções levam em conta uma série de estratégias possíveis aos detentores das opções em fazer hedge para minimizar seu risco. Um exemplo deste tipo de hedge seria o detentor da opção shortear a ação, porém, esta seria uma evidência de uma

falta de alinhamento entre acionistas e executivos e, portanto, fere a linha mestra da boa prática de governança corporativa.

Sabemos que os executivos são por lei proibidos de negociar suas ações ficando assim legalmente proibidos de se proteger. Mesmo assim se os principais executivos encontrarem alguma forma de hedge para duas posições, estas técnicas e conhecimentos não estão ao alcance, dos funcionários de níveis mais baixos e que como vimos representam cerca de 90% do total dos planos.

Os modelos mais frequentes de precificação de opções como Black & Sholes (1973) e Merton (1973), levam em conta estas características dessa forma as opções podem ser precificadas sobre as hipóteses de que os investidores são neutros ao risco, e todos os ativos da economia se apreciam a uma taxa de juros livre de risco.

Diante dessas hipóteses, o valor das opções no momento do exercício pode ser estimado levando em conta que o retorno da ação será equivalente a taxa de risco livre do mercado, e portanto o preço atual das opções é exatamente este valor na data de exercício descontada a mesma taxa livre de risco até o valor presente.

A hipótese de neutralidade ao risco, é aplicada em todos os modelos de precificação das opções, Black and Sholes, modelo binomial, arbitragem de preços, Monte Carlos e qualquer outro método.

Ao contratar uma consultoria para definir e estruturar uma remuneração em opções, a companhia, junto com a empresa de consultoria, costuma atribuir ao benefício que os planos irão gerar aos executivos um valor equivalente ao encontrado na precificação de Black & Scholes.

Porém, como já vimos, existe uma grande diferença entre na atribuição de valor entre investidores do mercado e executivos que detém opções da companhia em que trabalham pelas questões de hedge já mencionadas. Além disso, investidores tendem a diversificar seus investimentos, detendo uma série de opções e ações de várias empresas, enquanto que os executivos são não diversificados detendo um grande número de opções de uma única companhia.

Estas diferenças nas hipóteses de precificação levam a conclusão de que os tradicionais modelos de precificação não retratam o verdadeiro valor que os executivos atribuem a suas opções. Com isto podemos concluir que o custo real da empresa em

conceder uma autorga de opções é maior do que o benefício gerado. Uma vez que podemos definir que este custo real é igual ao custo de oportunidade das opções concedidas, este pode ser definido de acordo com os modelos tradicionais do mercado que como já percebemos é maior do que o preço atribuído pelos executivos.

4.2) Modelo de Black & Scholes

Antes de entendermos exatamente os ajustes feitos para a precificação de opções para funcionários, é preciso dedicar uma parte do trabalho ao caso mais geral de Black & Scholes. Gostaria de destacar uma das premissas básicas do modelo: a neutralidade ao risco. Assim como os demais modelos de precificação de derivativos, as variáveis em questão não são afetadas pela preferência de risco dos investidores.

Desta forma, as variáveis presentes no modelo são o preço atual da ação, tempo, volatilidade do preço da ação, e taxa de juros livre de risco. O modelo de Black & Scholes, admite, portanto, de que o mundo pode estar livre de risco e os agentes são todos neutros ao risco.

A equação desenvolvida pelo modelo é utilizada para encontrar qualquer preço justo de qualquer derivativo, em função do preço do ativo. Portanto, um uso bastante frequente do modelo é a precificação de opções de compra em função do preço da ação.

O valor esperado de uma opção no momento do vencimento é dado pela equação abaixo. Neste caso, S_t é o preço do ativo no vencimento enquanto que X é o preço de exercício. A equação nos mostra que no momento do exercício, o valor da opção será o caso o preço da ação seja menor do que o exercício e portanto $S_t - X < 0$. A partir do instante que o preço do ativo fica maior que o preço de exercício $S_t - X > 0$ e portanto o valor esperado passa a ser $S_t - X$.

$$\hat{E}[\max(S_t - X, 0)]$$

Partindo da hipótese de neutralidade ao risco, o retorno esperado de qualquer título do mercado é dado por r , pois, não existe nenhuma exigência para que os investidores tomem mais risco. Neste mundo proposto pelo modelo, o valor presente de qualquer fluxo é

simplesmente o desconto deste fluxo de caixa, a taxa de juros livre de risco. Assim o preço de uma opção de compra (c) é dado pelo desconto do seu valor esperado a valor presente dado pela equação:

$$c = e^{-r(t-t)} \hat{E}[\text{máx}(S_t - X, 0)]$$

A equação é apenas o valor esperado da opção no instante do vencimento trazido a valor presente onde t é o período atual.

Partindo da hipótese de que o preço das ações obedece a uma distribuição log normal, em um instante de tempo este é dado pela equação:

$$\text{Ln } S_t \sim \phi [\text{Ln } S + (\mu - \sigma^2/2)(T-t), \sigma\sqrt{T-t}]$$

Como estamos em um mundo neutro ao risco, podemos substituir μ por r uma vez que não existe prêmio de risco. E desta forma o modelo de Black & Scholes resolve a equação, e o resultado é:

$$c = S N(d1) - X e^{-r(T-t)} N(d2) \text{ onde:}$$

$$d1 = [\text{Ln}(S/X) + (r + \sigma^2/2)(T-t)] / \sigma\sqrt{T-t}$$

$$d2 = [\text{Ln}(S/X) + (r - \sigma^2/2)(T-t)] / \sigma\sqrt{T-t} = d1 - \sigma\sqrt{T-t}$$

Partindo das premissas apresentadas, chegamos ao modelo dos preços das opções, onde $N(x)$ é uma função de distribuição normal de média zero e desvio padrão 1. Com a apresentação do modelo de Black & Scholes, será possível entender mais adiante as diferenças que fazem com que este modelo não seja recomendado para encontrar preços de opções de executivos avessos ao risco e não diversificados. O modelo de Black & Scholes pode gerar uma série de implicações e levar a extensas discussões, porém, estas não são relevantes para o foco do trabalho.

4.3) Modelo ajustado para funcionários avessos ao risco e não diversificados

Para estimar o valor de uma opção que não pode ser negociada para o executivo não diversificado e avesso ao risco, Brian Hall e Kevi Murphy, em seus estudos¹⁵, utilizam-se do modelo baseado na estimação de quanto o executivo estaria disposto a trocar de sua compensação em dinheiro para obter estas opções. Esse modelo desenvolvido por Brian Hall e Kevin Murphy define a equação de riqueza de um executivo em um certo número de anos. O modelo parte do princípio que o executivo tem uma geração de riqueza que não está relacionada com a firma (w), é detentor de uma parte de ações da companhia (s) e tem um plano de (n) opções de compra de (n) ações a um preço de exercício X em T anos. Assumindo que (w) é aplicado a uma taxa livre de risco R_f , e o preço das ações em T é P_t , a riqueza do executivo no tempo T é dada por:

$$(1) \quad W_t = w(1+R_f)^T + sP_t + n\text{Max}(0, P_t - X)$$

Se ao invés de opções o executivo ganhasse um valor em dinheiro V que poderia investir a uma taxa livre de risco, sua riqueza em T passaria a ser:

$$(2) \quad W_{tv} = (w + V)(1+R_f)^T + sP_t$$

Para continuarmos o modelo vamos assumir que a utilidade do executivo sobre a riqueza é definida por $U(W)$. Desta forma o valor das n opções que equivale a V é dada pela igualdade entre a utilidade de (1) e (2), e, portanto, será definida por:

$$(3) \quad \int U(W_{tv})f(P_t)dP_t = \int U(w_t)f(P_t)dP_t$$

A equação 3 é a fórmula final do modelo para encontrarmos o valor e número das opções para os executivos. Para resolver a equação o modelo usa de algumas premissas quanto à forma da função utilidade $U(W)$ e a distribuição do preço futuro das ações $f(p_t)$. O

¹⁵ Brian Hall Kevin Murphy “Stock Options for Undiversified Executives”

modelo assume uma constante de aversão ao risco ρ , então o modelo admite que $U(w) = \ln(w)$ quando $\rho = 1$ e $U(w) = (1/1 - \rho) * W^{(1-\rho)}$ quando $\rho \neq 1$.

O modelo assume ser o preço das ações em T anos uma distribuição Log normal com volatilidade σ e valor esperado dado pela equação $(R_f + \beta(R_m - R_f) - \sigma^2/2)T$

Na equação, β é o risco referente a firma, e R_m é o retorno sobre o portfólio de mercado. Este modelo assume que não há distribuição de dividendos, $\sigma = 30$ (a volatilidade média das firmas do S&P 500), $\beta = 1$ que na verdade é por definição o beta médio do mercado, $R_f = 6\%$ e o prêmio de risco do mercado $R_m - R_f = 6,5\%$.

Com base nestes parâmetros, o modelo desenvolvido por Brian Hall e e Kevin Murphy ilustra a metodologia através da dinâmica de preços de uma opção de 10 anos que não pode ser negociada e preço de exercício \$30. O gráfico abaixo mostra exatamente estas variações diante de variações no preço das ações.

Como podemos perceber, estão presentes o preços determinados pelo modelo tradicional de precificação de opções de Black & Sholes e também a curva do valor intrínseco que é a diferença entre o preço da ação e o preço de exercício.

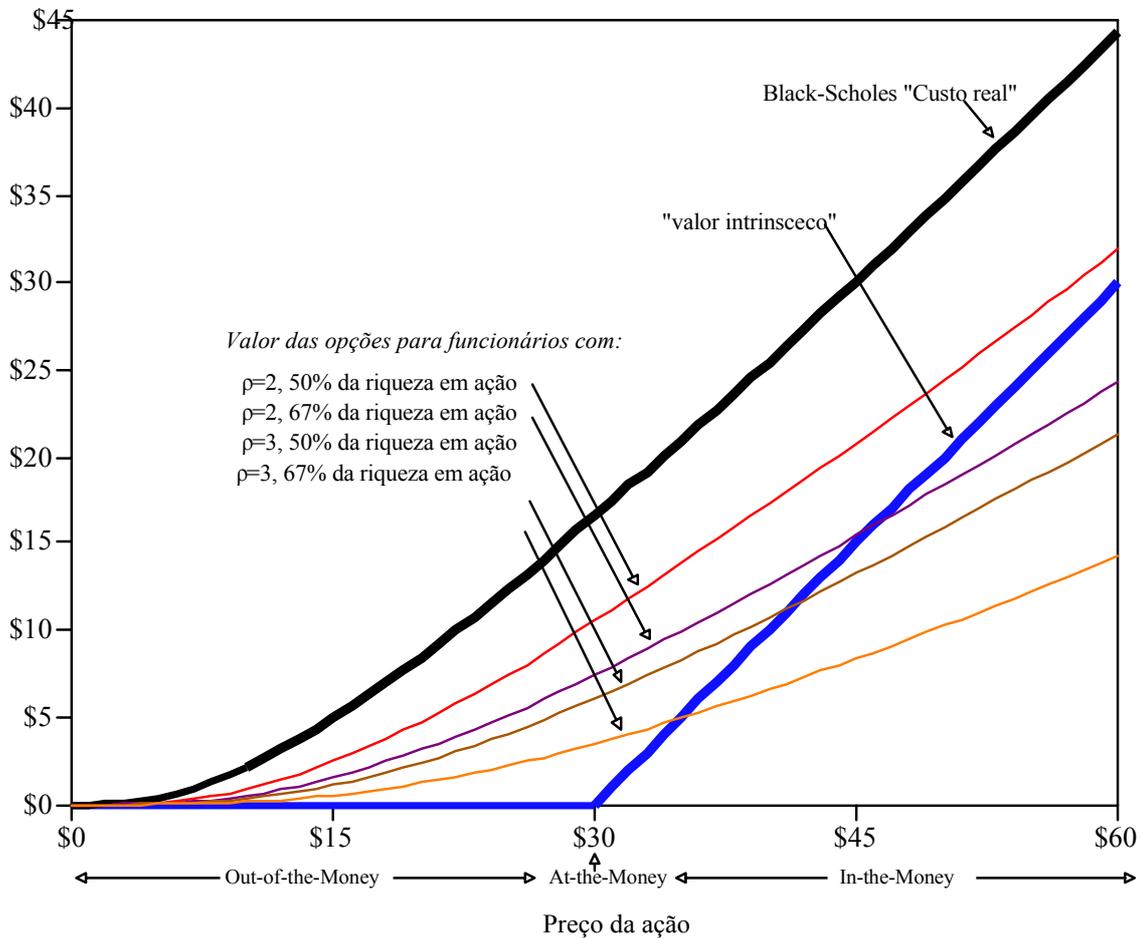
O valor intrínseco é positivo apenas quando a ação está acima de \$30 e cresce linearmente. Já a curva dada com os preços de Black & Sholes, pode também ser definido como o custo de oportunidade ou custo real da firma.

O que o modelo apresenta de novo são as outras curvas do gráfico, que são o preço das opções para os executivos. Estas curvas demonstram o comportamento das opções assumindo que os executivos detém 5 milhões de dólares de riqueza inicial dividido entre ações e dinheiro, e também assumindo recebe uma outorga de opções ao preço de exercício de \$30. As curvas de preços percebidos para os executivos, foram elaborados para duas pares de parâmetros de aversão ao risco e de diversificação de carteira. Para a aversão ao risco, são definidos $\rho = 2$ e $\rho = 3$ e detém 50% ou 67% da sua riqueza em ações da companhia.

Como Já definimos, o preço para os executivos, depende no nível de aversão ao risco, da riqueza inicial e do grau de diversificação, é claro além dos parâmetros tradicionais como preço de exercício, preço da ação, dividendos pagos, volatilidade, taxa de juros livre de risco, tempo até o exercício.

Figura 3

Valor das opções para funcionários



Como podemos perceber no gráfico da figura 3 que se encontra quando se aumenta o parâmetro de aversão ao risco dos executivos, a função de preços fica estritamente menor do que antes e obviamente ambas são menores do que o tradicional modelo de Black & Scholes. Além disso, para executivos que detêm a maior parte de sua riqueza relativa em ações, a percepção do valor das opções também é estritamente menor do que executivos com sua riqueza mais diversificada.

4.4) Resultados e evidências

Como percebemos o resultado deste modelo, é que o valor atribuído para os executivos é sempre menor do que o valor de Black & Scholes, Portanto é possível afirmar que a metodologia de Black & Scholes atribui aos planos de opções um valor diferente do real incentivo gerado aos funcionários. A tabela abaixo, mostra a taxa de desconto do preço atribuído pelo executivo, e o preço de Black & Scholes. Desta forma podemos perceber que para um autorga de opções at the money, para o executivo com $\rho = 2$ e 50% da sua riqueza na companhia este pacote tem um valor de 63,5% do valor de Black & Scholes. Já para um executivo com $\rho = 3$ e 67% da riqueza na companhia, o benefício gerado representa apenas 21.1% do custo que estes planos tem para a companhia.

Além disso, a tabela mostra a probabilidade das opções serem exercidas. Juntamente com essas probabilidades, podemos observar que o valor atribuído pelos executivos cresce de proporção a medida que as opções ficam mais “in the money”. A intuição disso é justamente a probabilidade da opção ser exercida. Para uma opção de exercício \$ 30, quando o preço da ação encontra-se em \$ 5 a probabilidade da opção poder ser exercida é de 13.1% enquanto que se o preço da ação fosse \$ 60 a probabilidade seria 93.3%. É possível intuir que o preço para os executivos aumentam relativamente a medida que a probabilidade de exercício aumenta.

Tabela 5

Tabela						
(Percentual do valor valor percebido pelos executivos em relação ao preço de Black & Scholes)						
<i>preço da ação</i>	<i>Preço de B&S</i>	$\rho=2$ 50% em ações	$\rho=2$ 67% em ações	$\rho=3$ 50% em ações	$\rho=3$ 67% em ações	<i>% exercício</i>
\$5,00	\$0,39	24,5%	13,4%	5,8%	2,2%	13,1%
\$15,00	\$4,95	49,7%	31,6%	22,3%	10,7%	51,5%
\$30,00	\$16,55	63,5%	44,8%	36,7%	21,1%	77,9%
\$45,00	\$30,11	69,1%	51,2%	44,0%	27,8%	88,4%
\$60,00	\$44,40	71,9%	54,9%	48,0%	32,0%	93,3%

Tabela referente elaborada por Brian hall e Kevin Murphy. B&S é o preço obtido com a aplicação do modelo de black 7 Scholes de uma opção com preço de exercício \$30. Os valores referentes as variações de aversão ao risco e diversificação, são obtidos pelo modelo desenvolvido por Brian hall e Kevin Murphy que já foi explicado.. A ultima coluna % exercício se refere a probabilidade da opção se exercida, isto é, quando Pt (preço de mercado) exceder o preço de exercício.

Um raciocínio simplista, porém relevante, e que fortalece a tese é que se por absurdo os funcionários, atribuísem o mesmo valor de um pagamento em dinheiro para um pagamento em opção, no limite teríamos que ele seria indiferente entre receber toda sua remuneração em dinheiro ou toda em opção, o que na prática é impossível imaginarmos tal situação. Fica evidente, portanto, imaginarmos que podendo escolher, gerentes, funcionários e executivos avessos ao risco iriam preferir ter um portfólio diversificado de ações ou a mesma quantia em dinheiro a uma grande concentração de opções de uma única empresa.

Assim, é possível chegarmos a uma conclusão sobre os planos. Se um investidor do mercado atribui um preço para a opção de uma empresa em questão maior do que um funcionário avesso ao risco, então o custo de oportunidade para a companhia que está concedendo suas opções é maior do que a satisfação da recompensa gerada para o empregado que está sendo remunerado com as opções.

Este desvio dos valores unidos a uma falsa percepção de que os planos tem um custo pequeno para as empresas, sem dúvida foi um dos principais responsáveis aos excessos e falhas dos planos de opções. A situação resultante é que empresas passam a praticar autorga de opções de forma desenfreada para seus funcionários, e estes planos não geram o incentivo esperado.

5) STOCK OPTIONS E A CRISE DE CREDIBILIDADE CORPORATIVA NOS EUA

O ano de 2002 foi marcado por escândalos financeiros protagonizados por grandes corporações americanas, envolvendo a manipulação de suas demonstrações contábeis, em episódios conhecidos como crises de credibilidade corporativa.

Atualmente, a literatura sobre estes escândalos é bastante vasta. Em muitos casos, os recentes escândalos corporativos nos EUA estão associados a uma queda nos padrões éticos e a um sentimento generalizado de ganância. E diversos autores, dentre eles Sebastião Bergamini Junior¹⁶, concordam que os planos de opções de ações, conhecidos como stock options, desempenharam papel fundamental nestas fraudes corporativas agindo como estimulantes de avaliações sobreestimadas das empresas.

A relação existente entre os escândalos financeiros que se tornaram amplamente conhecidos em 2002 e os planos de opções de ações utilizados nestas empresas reforça a importância do tema e as implicações que podem advir desta forma controversa de remuneração de executivos.

Este capítulo tem como objetivo explicar esta relação apontada por estudiosos variados do assunto através de uma caracterização breve do contexto em que se deram os escândalos e descrevendo alguns desdobramentos dessa crise em termos de inovações na regulação e na fiscalização voltadas para coibir a repetição dos mesmos.

Ao longo da década de 1990, principalmente a partir de 1995, houve uma forte demanda pelas ações de empresas da chamada Nova Economia nos EUA, acompanhada por crescimentos exponenciais nos preços e ações valorizadas em centenas de vezes o lucro do último ano: a chamada bolha especulativa. As empresas envolvidas nos escândalos corporativos fazem parte da Nova Economia e pertencem a dois setores específicos: eletroeletrônicos e empresas pontocom; e energia e telecomunicações. Juntamente com a Nova Economia, um novo paradigma para a avaliação dos negócios foi estabelecido: os chamados “intangíveis”, constituídos pelas marcas, clientes ou tecnologias que as empresas de alta tecnologia desenvolveram e que passaram a constituir

¹⁶ A Crise de Credibilidade Corporativa. Revista do BNDES, vol.9, n.18, págs. 33-84, dez.2002.

seus ativos mais importantes, à frente das fábricas e das máquinas declaradas como patrimônio em suas demonstrações contábeis.

Isso tornou alguns indicadores financeiros, como a relação preço-lucro, inadequados para os investidores que pretendiam investir nessas empresas. Simultaneamente, os balanços elaborados com base em critérios convencionais se tornaram pouco confiáveis para balizar decisões de investimentos envolvendo as empresas de alta tecnologia.

Assim, a falta de parâmetros em um ambiente de ganhos fáceis fez com que o Mercado valorizasse demais os intangíveis na década de 1990, gerando uma grande discrepância entre a avaliação das empresas feita pelo mercado, e o que elas representavam, de fato, em termos de retorno econômico. De acordo com Sebastião Bergamini Junior¹⁷, esta avaliação sobreestimada das empresas também foi estimulada pela conduta antiética de alguns executivos detentores de opções de ações, stock options, interessados na divulgação de resultados altamente positivos e na conseqüente valorização das ações. O autor ainda enfatiza que ao manipular resultados contábeis, estes executivos acabaram subvertendo a finalidade principal destes planos de remuneração que seria “oferecer incentivos aos contratos dos executivos com a finalidade de alinhar os interesses do proprietário com os do administrador”. De acordo com a idéia original, quando bem implementados estes planos deveriam constituir um avanço em termos de mecanismos de governança corporativa.

Desse modo, pode-se dizer que o otimismo inicial que contribuiu para a valorização das ações das empresas da Nova Economia na década de 1990 foi aos poucos substituído pela escalada de expectativas e pelo aumento de pressão sobre executivos e empresas para atender a demanda do mercado financeiro.

O contexto acima apresentado contribuiu para a intensificação do uso das chamadas “contabilidade criativa” e “contabilidade pro forma” para melhorar os resultados. As práticas criativas das empresas americanas nos últimos escândalos envolveram tanto as manipulações de relatórios (referentes à apresentação de informações sintetizadas em demonstrações contábeis) como as manipulações de transações (relativas ao registro individualizado das operações).

¹⁷ A Crise de Credibilidade Corporativa. Revista do BNDES, vol.9, n.18, págs. 33-84, dez.2002.

As práticas envolvendo manipulação de relatórios ficaram também conhecidas como “enfeitando a janela” e são muito populares por serem legais. Elas buscam enfatizar os aspectos favoráveis, distorcendo ou omitindo os desfavoráveis. Suas formas mais comuns são: a apresentação de “balanços pro forma”, ou seja, apresentação de demonstrações elaboradas pela contabilidade gerencial das empresas sem o uso dos princípios fundamentais da contabilidade; a apresentação de demonstrações relativas a resultados parciais, uma variante do caso anterior na qual o leitor é induzido a crer que essas demonstrações se referem à parte substantiva ou a totalidade dos negócios; e ênfase aos indicadores mais favoráveis a empresa, por exemplo, as empresas da Nova Economia colocavam ênfase no indicador de geração operacional de caixa (EBITDA) como base para múltiplos do valor da ação, ignorando as necessidades mais elevadas de gastos com pesquisa e desenvolvimento para a manutenção dos seus resultados em patamares elevados.

Já as manipulações envolvendo o registro de transações implicam, em sua maioria, em fraudes contábeis, que podem decorrer de puras e simples descon siderações dos princípios fundamentais da contabilidade, normalmente de fácil detecção, ou de sofisticadas transações envolvendo aspectos multidisciplinares, as quais podem permanecer ignoradas por longo espaço de tempo devido a complexidade. As formas mais comuns de manipulações envolvendo o registro de transações são: lançamentos de custos como investimentos; ocultação de passivos; antecipação de receita de contratos de longo prazo; e registro de receitas de co-participação beneficiando a empresa pela prática de dupla contagem em termos de faturamento.

No âmbito interno, a responsabilidade pelas fraudes deve ser atribuída aos funcionários da divisão de contabilidade, da controladoria e da diretoria financeira de uma empresa. Entretanto, estas podem ser atenuadas por três motivos: a crescente complexidade no registro de operações especiais; o alto grau de interferência da alta administração no registro de casos especiais; e a falta de independência de funcionários subalternos em denunciar fraudes praticadas pelo alto escalão da empresa.

No âmbito externo à empresa, a responsabilidade pelas fraudes contábeis deve ser creditada ao auditor externo. Ele é o ator plenamente responsável pela detecção de todas as fraudes contábeis, mesmo das mais sofisticadas. Nos casos de fraudes puras contra a

empresa, que correspondem a atos ilícitos praticados sem envolver a manipulação de registros contábeis, a responsabilidade do auditor externo é relativa na medida em que o escopo dos trabalhos de uma auditoria de balanço não é a sua detecção.

Em síntese, “a gênese da crise de credibilidade corporativa deve ser procurada no âmbito interno das empresas que protagonizaram os escândalos e no comportamento de seus auditores externos” que fracassaram em detectar e denunciar as fraudes. É ainda importante enfatizar que há diferenças entre fraudes e erros contábeis, pois por trás dos atos praticados deve ser apurada a intenção de seu ator em lesar terceiros ou obter ganhos indevidos. E o sucesso na execução das fraudes corporativas depende do resultado dos trabalhos da empresa de auditoria externa.

No episódio da WorldCom, foram indiciados os executivos responsáveis pela contabilidade, controladoria e diretoria financeira e o grau de envolvimento dos demais atores, principalmente do diretor-presidente, também não foi desconsiderado com base em possíveis ganhos que tenham obtido com a prática das fraudes. Fortes indícios de negligência ou conivência criminosos por parte da empresa de auditoria externa, a Andersen, também foram identificados. No caso da Enron, essas mesmas características foram observadas, com a diferença de que houve participação ativa de auditores da Andersen na prática dos atos criminosos.

Em síntese, qualquer análise dos escândalos financeiros deve se concentrar no comportamento dos executivos, que podem intervir no trabalho das divisões de controladoria, contabilidade e diretoria financeira no caso de registros especiais, e obter ganhos com as fraudes da empresa. O comportamento destes executivos está associado a uma queda nos padrões éticos e a um sentimento generalizado de ganância reforçado pela disseminação dos planos de opções de ações como forma de remuneração nas empresas.

Peter Hakim, presidente da Inter American Dialogue, organização não governamental empenhada na integração continental, afirmou diante dos sucessivos escândalos corporativos nos EUA que “ambição e ganância são elementos centrais do capitalismo, pois sem eles o sistema não funciona. Ocorre que nos últimos governos não houve fiscalização e os excessos acabaram em crise”. Sebastião Bergamini Junior¹⁸

¹⁸ A Crise de Credibilidade Corporativa. Revista do BNDES, vol.9, n.18, págs. 33-84, dez.2002.

reforça que a primeira parte do diagnóstico de Peter Hakim está correta, contudo, é duvidosa sua afirmação de que houve falta de fiscalização. Para o autor, a responsabilidade pela ocorrência das fraudes deve ser atribuída, em grande parte, à aplicação equivocada do sistema de remuneração dos executivos, baseada em stock options, em um contexto empresarial permissivo.

Grande parte da motivação dos envolvidos nos recentes escândalos corporativos esteve fundamentada na prática de uma ética empresarial desvirtuada. Ainda de acordo com Sebastião Bergamini Junior¹⁹ “a ética empresarial é o comportamento da empresa (uma entidade com fins lucrativos) quando ela age em conformidade com os princípios morais e as regras aceitas pela coletividade”. E, de fato, todas as análises dos recentes escândalos corporativos ocorridos recentemente nos EUA sugerem que houve uma crise ética a partir do comportamento dos envolvidos.

Os interesses escusos envolvidos nas fraudes decorreram, basicamente, de conflitos de interesses dos executivos com relação aos proprietários, e que afloraram em consequência dos planos de stock options, além da eventual falta de independência e de possíveis limitações técnicas aos trabalhos dos auditores externos. Sendo assim, uma breve análise das fraudes corporativas nos EUA não poderia deixar de estar incluída neste trabalho, pois é consenso entre diversos autores que muitas destas fraudes foram estimuladas pela implementação de planos equivocados de stock options e de um esquema de concentração de poderes, ambos convergindo para uma situação de inadequada segregação de funções, propiciando a emergência de conflitos de interesses entre os detentores das opções e os detentores das ações.

Pesquisa recente²⁰ explorou a hipótese de que os planos de stock options implementados nas grandes empresas americanas tiveram seus objetivos originais desvirtuados. A idéia analisada era a de que, nos moldes praticados, as stock options inibem uma vinculação efetiva entre o desempenho esperado (acima de media) e sua remuneração. As conclusões da pesquisa foram de que seus resultados recompensam a mediocridade; elas são concedidas por um preço de exercício igual ao preço vigente no mercado; seus preços de exercício podem ser reajustados; elas podem ser vendidas tão

¹⁹ A Crise de Credibilidade Corporativa. Revista do BNDES, vol.9, n.18, págs. 33-84, dez.2002.

²⁰ “Ética a serviço da imagem”, artigo publicado na Gazeta Mercantil, 3 de abril de 2000.

logo os executivos tenham direito a elas; entre outras práticas. Segundo concluíram os pesquisadores, os planos de stock options, conforme usualmente praticados pelas grandes corporações americanas, constituem formas de extração e transferência de lucros das empresas para seus executivos bem acima do que determinam a eficiência do mercado e o valor máximo do acionista.

Nos casos da Enron e da WorldCom, os princípios de uma boa governança corporativa revelaram-se ausentes, contribuindo para a prática de atos antiéticos. Em ambos os casos, os interesses dos executivos e dos acionistas não estavam alinhados, pois as stock options induziam à prática de fraudes. Nos dois casos, os conselhos de administração não exerciam suas atividades com independência, sendo compostos (em parte) e dominados pelos diretores executivos. No caso da Enron, para realizar seu trabalho de certificação independente, a Andersen reportava-se a diretoria executiva, justamente onde havia um grande número de interessados na execução das fraudes que foram cometidas. O fato de que ambas as empresas tinham códigos de ética reforça a idéia de uma crise ética ou crise de credibilidade corporativa.

As conseqüências desta crise foram desastrosas. As manipulações contábeis acabaram vindo à luz, e a elaboração de previsões, em um ambiente de fortes pressões por boas notícias, resultou em projeções que embutiam um elevado nível de otimismo e auto-engano.

Aos poucos, os investidores tomaram consciência do hiato existente entre as promessas e o retorno efetivo das empresas, principalmente a partir do ano 2000. A crescente conscientização contribuiu para ajustar a percepção equivocada dos investidores, levando a uma queda generalizada nas cotações das ações e ao estouro da bolha especulativa, ocorrido em março de 2000. Inicialmente, as empresas pontocom da Nova Economia sofreram contínua e acentuada desvalorização, seguidas daquelas que estavam na mesma cadeia produtiva -as empresas de telecomunicações e as de equipamentos para telecomunicações- ou as que operavam baseadas fortemente em ativos intangíveis, como as farmacêuticas e as de biotecnologia.

Ao longo do ano em questão, novas demonstrações contábeis vieram revelar que a prática da chamada “contabilidade criativa” estava mais disseminada na economia do que se imaginava. A cada momento, novos escândalos eram revelados revoltando, de forma

crecente, os investidores lesados, pois constituíam uma afronta aos valores do mercado. A credibilidade corporativa atingiu seu nível mais baixo com o escândalo da WorldCom, trazendo consenso sobre a urgência de serem implementadas novas medidas legais de proteção aos investidores.

Em 30 de julho de 2000, entrou em vigência nos EUA a Lei Sarbanes-Oxley, que aumentou a vigilância sobre o setor contábil do país e a punição de executivos que enganam investidores. O esforço na fiscalização inclui ainda novas exigências da SEC, a Comissão de Valores Mobiliários americana que fiscaliza cerca de 17 mil empresas de capital aberto. Aqui, mais um problema com os planos de opções, desta vez relacionado ao registro dos mesmos, foi apontado como significativo e levou a SEC a estudar a inclusão de novas regras para o registro destes planos. Isso porque especialistas estimaram que as empresas que compõem o S&P 500 tinham seus ganhos inflados em 10% a 15% por não incluírem as stock options concedidas a empregados como custos trabalhistas, como já discutimos no trabalho.

Em síntese, as raízes da crise de credibilidade das corporações americanas estão nos baixos padrões éticos utilizados pelos envolvidos. Foi, na realidade, um espasmo localizado em setores específicos, embora com conseqüências que se afiguram significativas para a economia real.

A realidade brasileira não se assemelha à realidade americana por motivos variados. Estas diferenças explicam porque a crise de credibilidade corporativa não atingiu a economia nacional nos mesmos moldes e escalas dos casos americanos. Em primeiro lugar, existe aqui a percepção de um nível elevado e generalizado de corrupção e fraco estado de direito. Este último é avaliado com base na existência de mercados negros, no respeito público e privado a contratos, na corrupção do sistema bancário, em obstáculos à realização de negócios e na previsibilidade das decisões do Poder Judiciário.

O ambiente nacional acima delineado não favorece os negócios, pois a avaliação negativa dos níveis de corrupção e estado de direito contribuem para explicar o baixo volume de crédito direcionado para as atividades empresariais, fruto de uma relação desequilibrada entre credor e devedor, e a reduzida participação do mercado de capitais no financiamento dos negócios, acarretada em grande parte pela baixa proteção aos acionistas minoritários.

Em comparação com a economia americana, no Brasil é pequeno o contingente de empresas com ações negociadas em bolsa de valores e a concessão de stock options como forma de remuneração nas grandes empresas não constitui prática tão comum no Brasil. Além disso, certas medidas saneadoras implementadas após escândalos corporativos ocorridos no Brasil na década de 1990 parecem ter se revelado eficientes.

Duas importantes lições que a crise de credibilidade corporativa ressaltou são que as atividades empresariais terão maior legitimidade quando forem praticadas com ética e que a prática da ética empresarial é essencial para impedir a ocorrência de desvios éticos pelos executivos ou controladores de empresas.

As empresas somente serão socialmente responsáveis e éticas quando esses padrões de comportamento passarem a serem demandados, ou melhor, exigidos pelos stakeholders e pela comunidade. Sem uma mudança nas estruturas de governança das empresas, exigindo maior transparência e participação, não há como crer que elas se tornarão éticas por meio da simples adoção de códigos de ética. Um posicionamento firme na demonstração de que a empresa está adotando um elevado padrão de governança seria a sua adesão formal aos princípios da governança corporativa, com sua divulgação através de uma cartilha a ser distribuída para todos os seus acionistas.

“A campanha por melhores padrões de governança corporativa significa o estímulo à implementação de um sistema de separação e equilíbrio entre os poderes, tendo como principal finalidade fazer com que os gestores de empresas abertas reconheçam que quem administra recursos da coletividade esta desempenhando uma função social e tem um dever fiduciário”²¹. Significa fazer prevalecer o interesse social e introduzir a ética empresarial na gestão societária, evitando que o poder seja exercido de modo arbitrário pelo controlador.

²¹ A Crise de Credibilidade Corporativa. Revista do BNDES, vol.9, n.18, págs. 33-84, dez.2002.

6) CONCLUSÃO

Atualmente, um dos principais desafios dos conselhos de administração é estabelecer a melhor a forma de remunerar seus funcionários, gerentes e executivos. O alinhamento de interesse é peça-chave da elaboração de qualquer plano de remuneração. Os planos de opções surgiram como uma ferramenta “mágica” capaz de solucionar todos os problemas da moderna tabulação de uma remuneração eficiente. Porém, hoje estes planos são vistos por muitos como um vilão da boa governança corporativa.

Apesar dos excessos nos EUA, no Brasil este tipo de remuneração ainda é muito pouco difundido e mesmo que o nível ótimo de opções seja bem menor do que a dimensão que tomou nos EUA, aqui ainda se pratica muito menos do que se deveria.

O Brasil é, portanto, carente de formas de alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, e mesmo tendo um mercado de capitais pequeno faz pouco uso das ferramentas existentes.

A percepção do meio jurídico no Brasil é que opções têm característica mercantil e não são reconhecidas como um meio de remuneração de trabalho. Não existe também qualquer tipo de legislação específica sobre assunto. Além disso, a CVM (comissão de valores mobiliários) acredita ser necessário um reconhecimento contábil de despesa com outorga de opções, porém, ainda não existe uma formalização do assunto. Desse modo, percebemos o estágio ainda prematuro que se encontra o Brasil no desenvolvimento desses planos.

Hoje, depois de recentes e elaborados estudos, muito mais se conhece sobre uma outorga de opções para remunerar o capital humano. E se muitos erros e falhas são encontrados nos modelos de planos de opções praticados, o conhecimento adquirido deve ser aplicado para um melhor desenvolvimento destes planos, pois todas as formas ou modelos de remuneração têm falhas que devem ser apuradas e acompanhadas.

Isso ocorre, pois a variável chave de qualquer plano de remuneração é o ser humano e as vontades. Comportamentos, sentimentos e qualquer outra característica comum à espécie humana tem um componente de mistério que é impossível prever.

Após um vasto conhecimento é possível esperar que os formatos caminhem na direção de planos indexados a um índice de ações (especifico para o assunto e que evite

grandes oscilações) ou mesmo indexados a uma taxa livre de risco. Hoje, planos indexados ainda são muito pouco praticados.

Estes planos devem ser ajustados para dividendos. Para evitar conflitos de interesse e uma possível manipulação de “timing” perfeito por parte dos executivos as datas das outorgas deveriam ser definidas com antecedência.

E para evitar falhas de uma administração voltada para o curto prazo, também serão necessárias algumas transformações. O prazo dos planos deve ser o mais longo possível e no momento do exercício é interessante impor aos funcionários que transformem parte do valor recebido com o exercício das opções em ações que não possam ser vendidas. Por ultimo, um cuidado com a elaboração de planos para funcionários perto de se aposentarem deve existir, pois nestes casos o incentivo a uma gestão de curto prazo é muito alto.

O importante é reconhecer que muito já se caminhou no aprimoramento e aperfeiçoamento dos planos de opções. O mundo corporativo vem se tornando mais técnico e mais complexo. Os planos de opções refletem, na prática, o resultado desta evolução, porém, a mudança e a evolução serão sempre presentes.

Acreditar que uma forma de remuneração será capaz de controlar e definir um determinado comportamento a fim de atingir um objetivo traçado pelo conselho sem incorrer em falhas é o mesmo que acreditar que tudo sabemos sobre nós mesmos e que poderíamos moldar e “programar” pessoas diferentes apenas com uma recompensa financeira.

Como buscamos sempre desvendar os mistérios da existência do ser humano é preciso estar constantemente estudando e mudando a relação entre capital e trabalho, pois arrisco afirmar que esta é uma questão que nunca terá uma verdade absoluta.

Bibliografia

BLANCHARD, O. **Macroeconomia : Teoria e Política Econômica**. São Paulo: Editora Campus, 2001. 656p.

BERGAMINI, S. A Crise de Credibilidade Corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.9, n.18, p.33-84, dez. 2002.

HALL, B. **Six Challenges in Designing Equity-Based Pay**. NBER Working Paper Series, Working Paper 9887. Cambridge, Massachusetts, jul. 2003.

HALL, B., MURPHY, K. **Stock Options for Undiversified Executives**. NBER Working Paper Series, Working Paper 8052. Cambridge, Massachusetts, dez. 2000.

HALL, B., MURPHY, K. **The Trouble With Stock Options**. NBER Working Paper Series, Working Paper 9784. Cambridge, Massachusetts, jun. 2003.

Dynamo Administração de Recursos LTDA. **Planos de Opções**. Cartas n. 40, 41 e 42, Rio de Janeiro, 2004.

CARVER, J., OLIVER, C. **Conselhos de administração que geram valor**. São Paulo: Editora Cultrix. 196p.

OYER, P., SCHAEFER, S. **Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories**. Journal of financial Economics Março 2004.

HULL, J. **Opções, Futuros e Outros Derivativos**. Bolsa de mercadorias e futuro 609p.

HALL, B., LIEBMAN J. **Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?** Quarterly Journal of Economics. 113, pp. 653-691. Ago 1998

FLANUGAN, J. **It's Time For All Employees To Get Stock Options.** Los Angeles Times. 21 abril 1996